Anthropologie politique de la finance contemporaine: évaluer, investir, innover

Horacio Ortiz

▶ **To cite this version:**

Horacio Ortiz. Anthropologie politique de la finance contemporaine: évaluer, investir, innover. Anthropologie sociale et ethnologie. Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (EHESS), 2008. Français. NNT : . tel-00348712

HAL Id: tel-00348712

https://theses.hal.science/tel-00348712

Submitted on 20 Dec 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.

Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales

Anthropologie politique de la finance contemporaine : évaluer, investir, innover

Thèse de doctorat en Anthropologie Sociale
présentée le 18 décembre 2008
par Horacio Ortiz

Sous la direction de Marc Abélès

Jury :

Marc Abélès, *directeur*, Directeur d'Etudes, EHESS
Robert Boyer, Directeur d'Etudes, EHESS
Keith Hart, *rapporteur*, Professor Emeritus of Anthropology, University of London
George Marcus, Professor of Anthropology, University of California, Irvine
Philippe Steiner, *rapporteur*, Professeur de Sociologie, Université Paris Sorbonne-Paris IV

Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier les membres du jury d'avoir accepté de participer à la soutenance de cette thèse.

Je ne peux suffisamment remercier Marc Abélès d'avoir accepté de diriger cette thèse, en me laissant libre d'explorer mes pistes de recherches tout en gardant un regard critique qui m'a évité de nombreuses limites et m'a ouvert autant de portes. Son soutien a été indispensable dans une situation difficile. Cette recherche a commencé en 2000 sous la direction de Michèle de La Pradelle, qui nous a tristement quittés en 2004. Je ne peux que la dédier à sa mémoire.

Keith Hart a particulièrement stimulé les dernières années de cette recherche, autant par sa générosité intellectuelle que par son amitié.

De nombreux professionnels de la finance ont joué un rôle crucial à un moment ou à un autre de la recherche, en me permettant de réaliser des observations comme stagiaire ou en me faisant rencontrer leurs contacts. Je ne les nommerai pas pour préserver leur anonymat, ils se reconnaîtront peut-être : André, Andreas, Bastien, Charles, Hervé, Isabelle, Jacques, Julie. Je les remercie sincèrement.

Cette thèse est en partie le produit d'une enquête de terrain menée de manière solitaire. Elle est aussi le résultat d'échanges dans des séminaires, des colloques et des discussions informelles avec de nombreux chercheurs qui en ont lu des extraits ou commenté des présentations : Naziha Aboubeker, Simone Abram, Raul Acosta, Alvaro Artigas, Emilie Bajolet, Howard Becker, Irène Bellier, Jay Bernstein, Daniel Beunza, David Beytelmann, Ide Blériot, Gaëllane Bourges, Michael Burawoy, Craig Calhoun, Michel Callon, Juan José Calvo Silva, Julien Cantegreil, Julie Castro, Sarah Carton de Grammont, Jacques-Olivier Charron, Jean-Frédéric Chevallier, Sophie Chevallier, Joseph Confavreux, Sophie Corbillé, Saskia Cousin, Guillermo Cruces, Marie Cuillerai, Cécile Cuny, Antoine de Raymond, Terry Evens, Didier Fassin, Olivier Favereau, Sophie Fesdjian, Melissa Fischer, Marie-France Garcia-Parpet, Tobias Girard, Olivier Godechot, Morgane Govoreanu, Emiliano Grossman, Don Handelman, Jean-Pierre Hassoun, Johan Heilbron, Agnes Heller, Antoine Hennion, Julien

Jimenez, Emmanuelle Lallement, Jeanne Lazarus, Marc Lenglet, George Marcus, David Martin, Bill Maurer, Sabrina Melenotte, Eléonore Merza, Sabine Montagne, Birgit Müller, Fabian Muniesa, Micah Murphy, Salih Neftci, Vladimir Nikulin, André Orléan, Agnès Paicheler, Xavier Papaïs, Eric Pineault, Martha Poon, Véronique Rioufol, Christopher Roberts, Julio Rotemberg, François Sarfati, Martin Sivak, Yamina Tadjeddine, Galia Tapiero, Geneviève Teil, Lucia Ulanovsky, Savvas Verdis, Michael Weinman, Karel Williams, Pierre-Paul Zalio et Viviana Zelizer. J'en oublie certainement. Ils ont tous écouté ou lu avec attention ce que j'ai pu leur communiquer, et leurs réactions m'ont permis à chaque fois de corriger et de continuer le chemin. Evidemment, je reste seul responsable du résultat.

En plus de ses commentaires toujours pertinents sur le fond, Anaïs Bokobza a accompli l'immense tâche de relire l'ensemble du texte et d'en corriger le style autant que possible. Je l'en remercie infiniment.

Enfin, mes amis et ma famille savent combien je leur dois pour leur patience et leur enthousiasme tout au long de ce parcours.

Table de matières

Remerciements p. 3

Table de matières p. 5

« Comme tous les matins… » p. 13

Introduction : une anthropologie politique de la finance contemporaine : enjeux, terrains et méthode p. 19
A) L'espace problématique de la finance contemporaine : la distribution de ressources monétaires et la légitimité des institutions financières p. 23
1) Le pouvoir des Etats et des banques dans le rapport de crédit p. 24
Le rapport financier du fait des Etats et des banques p. 24
L'importance du rapport financier dans les relations sociales p. 28
2) Les changements dans les rapports entre institutions de crédit et Etats depuis trente ans p. 32
Le processus de « désintermédiation » et la montée en puissance des « marchés financiers » : de nouvelles institutions et tâches professionnelles p. 33
De nouvelles règles de distribution des ressources monétaires p. 37
3) La finance contemporaine comme espace de pouvoir p. 42
Le débat entre libéraux et keynésiens sur la légitimité de l'Etat et des « marchés financiers » p. 43
La légitimité des institutions financières et la distribution de ressources comme rapports de pouvoir p. 46
Conclusion p. 46
B) Terrains de recherche p. 50
1) Parcours de recherche p. 50
2) Terrains p. 51
3) L'objet : la distribution de ressources par la finance contemporaine p. 58
Conclusion p. 59
C) Une description des pratiques dans la finance contemporaine comme rapports de pouvoir : méthodes et concepts p. 61
1) Une anthropologie comme description de pratiques dans des situations p. 62
Décrire des régularités pratiques dans des situations p. 62
Un dialogue interdisciplinaire p. 65
Définition de l'objet et réflexivité de la description p. 72
2) Une anthropologie politique du rapport financier : les pratiques du crédit comme rapports de forces p. 78
Les pratiques de pouvoir : des rapports de forces en situation p. 78
Le rapport financier comme rapport de forces p. 83
3) Plan du texte. La finance contemporaine comme espace de pouvoir analysé à travers des pratiques quotidiennes : évaluer, investir, innover p. 90
Evaluer p. 91
Investir p. 93
Innover p. 95

1ère Partie
Evaluer : définir la valeur d'une action cotée à Brokers Inc. p. 97

Introduction p. 97
L'évaluation dans la finance contemporaine p. 97
L'évaluation comme rapport de pouvoir : définir le réel et y distribuer des ressources p. 99
Les règles de l'évaluation p. 102
Plan de la première partie p. 104
A) Brokers Inc. dans la finance contemporaine: l'évaluation à travers des tâches professionnelles dans des relations commerciales p. 107
1) Brokers Inc. dans la finance contemporaine : l'évaluation comme vente d'analyse financière p. 107
La vente d'analyse financière par Brokers Inc. p. 108
Une situation commerciale en évolution p. 110
2) Les tâches professionnelles à Brokers Inc. : des relations au sein de l'entreprise et avec des partenaires commerciaux p. 112
Des tâches professionnelles différenciées au sein de Brokers Inc. et dans ses relations commerciales avec les investisseurs institutionnels p. 113
La rémunération des services de Brokers Inc. à travers l'activité des traders p. 115
3) L'évaluation financière comme rapport de forces : des pratiques dans une organisation sociale en transformation p. 117
L'évaluation financière à travers des interactions dans une organisation sociale en mutation p. 117
Conclusion : *La finance contemporaine comme un espace de pouvoir d'évaluation* p. 124
B) Ontologie et principes d'évaluation p. 126
1) Institutionnalisation des méthodes d'évaluation financière p. 127
2) Les principes de l'évaluation des actions cotées à partir d'un imaginaire commun : la valeur actionnariale p. 130
L'évaluation fondamentale p. 130
L'évaluation relative p. 134
L'évaluation spéculative p. 137
3) La constitution relative et spéculative de la valeur actionnariale p. 142
L'importance des évaluations relative et spéculative dans la définition du taux d'actualisation p. 142
L'importance de l'évaluation relative dans la définition des horizons temporels mobilisés dans l'évaluation fondamentale p. 147
Le paradoxe de l'évaluation fondamentale p. 149
Conclusion p. 150
C) Légitimations et clôture de l'évaluable p. 151
1) Point de vue de l'évaluation et clôture de l'évaluable p. 152
2) Les enjeux de légitimité dans l'évaluation financière contemporaine p. 157
3) Analyser les pratiques évaluatives : de la liberté du sujet à l'intentionnalité des tâches professionnelles p. 161
L'évaluation comme activité dans laquelle un sujet se réalise comme libre p. 161
Conclusion : *L'évaluation comme effet de pratiques régulières organisées en tâches professionnelles avec des intentionnalités* p. 167
D) La constitution de personnalités évaluatrices dans une interprétation dialogique p. 170
1) Position de force du gérant et diversification de ses sources d'évaluation p. 171

2) L'établissement de la relation commerciale à partir de la qualité de l'analyse personnelle du vendeur p. 175
La prise de contact comme rencontre entre offre et demande p. 176
La prise de contact comme rencontre entre manières d'évaluer p. 179
3) L'évaluation financière comme interprétation dialogique au quotidien : une compatibilité entre personnalités évaluatrices p. 182
L'évaluation financière comme mobilisation située et relationnelle des différentes approches de la valeur actionnariale p. 183
Des approches diversifiées dans les limites des possibles personnels p. 184
Evaluer des actions : constituer une confiance dans le temps à travers un apprentissage commun à partir d'un accord entre personnalités p. 187
La conviction et l'authenticité comme légitimité de l'évaluation p. 189
4) L'évaluation financière : une relation commerciale de long terme p. 191
Conclusion p. 196
E) L'évaluation personnelle entre « information financière», « vente » et « amitié » p. 198
1) La constitution des rapports entre vendeurs et gérants à travers le partage d'aspects « personnels » qui ne concernent pas l'évaluation financière p. 199
Les « sorties » comme partie intégrante des procédures de « personnalisation » de l'évaluation financière p. 200
Les « sorties » comme mise en rapport de « personnalités » p. 201
L'établissement de rapports personnels en partageant des caractéristiques qui ne concernent l'évaluation financière qu'indirectement p. 202
2) Les sorties comme mise en danger de l'évaluation financière : l'échange de « sorties » contre « commissions » p. 205
3) La personnalisation de l'évaluation financière : entre « information » et « amitié » p. 213
4) L'organisation de l'évaluation financière personnalisée en une tension dynamique entre « information financière », « vente » et « amitié » p. 218
Revenus, plaisirs de l'échange et rapport à la tâche professionnelle : des positions diverses dans une multiplicité limitée des possibles p. 219
Une tension dynamique p. 226
Conclusion p. 231
F) L'évaluation par les gérants de fonds entre personnalité et « marché » p. 233
1) La valeur des actions entre la personnalité évaluatrice et « l'efficience des marchés » p. 234
L'évaluation personnelle du gérant : le rapport entre une personnalité et un objet de valeur p. 235
La valeur des actions définie par « l'efficience des marchés » p. 236
2) La tension entre personnalité et marché dans l'organisation des pratiques évaluatives des gérants p. 241
La transformation historique de l'évaluation personnelle à l'investissement indiciel p. 241
Une approche « mixte » entre le marché et la personnalité p. 245
Les deux extrêmes de l'évaluation dans la gestion : la réplique de l'indice par des logiciels et la gestion absolument personnelle par un gérant indépendant p. 250
Conclusion p. 255
G) Evaluer à Brokers Inc. : une hiérarchie changeante entre « vente », « marché », et « réflexion » p. 257
1) Les rapports entre analystes et vendeurs : la « représentativité », le chiffre d'affaires et l'« espoir » p. 259
Marginalité des analystes à Brokers Inc. p. 259

La supériorité de l'évaluation financière personnalisée sur la recherche fondamentale p. 262
La gestion indicielle et le court terme en tension avec l'analyse fondamentale p. 269
2) Le rapport entre *traders* et vendeurs : l'évaluation entre « marché », « vente » et « réflexion » p. 274
Les rôles des traders *: multiples et ambigus* p. 274
L'importance du trading *pour les entreprises de gestion* p. 277
L'évaluation entre « marché », « vente » et « réflexion » p. 279
Un rapport ambigu de coopération et de rivalité entre traders *et vendeurs* p. 282
3) Glissement de la position des vendeurs : une transformation dans la distribution floue des rôles des différentes manières d'évaluer p. 285
La dépersonnalisation du rapport entre entreprises de gestion et brokers p. 285
Une distribution floue des rôles dans la génération des commissions p. 288
Conclusion p. 201
Conclusion de la 1ère Partie : le pouvoir d'évaluation de la finance contemporaine p. 292
1) Les règles de l'évaluation financière p. 292
L'ontologie et le calcul de la valeur p. 292
Les tâches professionnelles d'évaluation p. 293
Les personnes et la « personnalité évaluatrice » p. 294
2) L'évaluation financière comme rapport de forces p. 295
Le pouvoir d'évaluation défini par la régularité des pratiques p. 295
Clôture du réel évaluable et hiérarchie des valeurs p. 296
Morales et politiques de l'évaluation p. 297
Transition p. 300

2ème Partie
Investir : gérer des fonds de tiers en achetant et en vendant des dérivés de crédit à Acme SA p. 301

Introduction p. 301
La gestion de fonds pour tiers et les dérivés de crédit p. 302
L'évaluation et l'investissement p. 303
Le pouvoir d'investir : la distribution de ressources dans des rapports de crédit p. 305
Plan de la deuxième partie p. 306
A) Un groupe de spécialistes intégrés dans une organisation en transformation : l'équipe ABS dans Acme SA p. 310
1) Acme dans les transformations de la gestion de fonds pour tiers p. 311
La gestion de fonds pour tiers à Acme en 2004 p. 311
Une évolution dans le temps liée aux transformations globales de la finance p. 313
2) Le Département Structuré : des spécialistes, des produits nouveaux, un travail organisé en projets par des équipes autonomes p. 315
La croissance conflictuelle du Département Structuré p. 315
Une stratégie explicite : développer des équipes autonomes organisées autour de projets propres p. 316
3) L'équipe ABS : une équipe de spécialistes autonome dans la gestion de fonds pour tiers p. 320
Conclusion p. 324
B) Les ABS et les CDOs comme rapport de crédit global p. 325
1) La titrisation : une distribution de flux monétaires instituée avec de multiples acteurs p. 326
Acteurs et flux monétaires de la titrisation p. 327

Une activité stabilisée par des institutions p. 330
2) Ontologie et évaluation des ABS p. 333
Ontologie et clôture de l'évaluable p. 334
L'évaluation relative p. 337
L'évaluation spéculative p. 339
Imbrication des trois approches de la valeur p. 341
3) Les ABS et les CDO comme rapport de crédit global p. 344
L'évaluation des ABS et la philosophie du sujet évaluateur libre p. 345
L'investissement et la gestion de fonds pour tiers comme distribution de ressources à travers des rapports de crédit p. 346
La distribution de ressources dans des rapports de crédit comme réalisation de la liberté d'échanger d'un sujet moral p. 348
La « création de valeur » comme élément pratique de l'organisation de la distribution de ressources par la finance contemporaine p. 354
Conclusion p. 359
C) Constituer une équipe de spécialistes p. 360
1) L'autonomie dans le développement de projets : la valeur de l'investisseur dans la « création de valeur » p. 361
L'autonomie et les projets dans la constitution de l'équipe ABS p. 361
L'autonomie et les projets au sein de l'équipe p. 367
La « création de valeur » et la logique de l'autonomie p. 374
2) Connaître la valeur pour la créer p. 377
La valeur fondamentale comme expertise des gérantes senior de l'équipe p. 377
La valeur fondamentale et l'investissement selon l'approche buy and hold p. 382
Les spreads *et le « marché » au quotidien* p. 388
Conclusion p. 392
D) La distribution de ressources au quotidien : le cas du CDO Luxor p. 395
1) Le CDO comme projet d'un gérant dans une équipe p. 396
2) La distribution de ressources selon les termes du contrat du CDO p. 399
Les acteurs du CDO p. 400
Les enjeux du CDO à Acme p. 403
3) La distribution globale de ressources monétaires et la temporalité du « projet » p. 408
Les étapes du CDO Luxor dans les pratiques de l'équipe ABS p. 409
L'investissement comme « projet » p. 411
Conclusion p. 412
E) Les instances décisionnelles dans la distribution de ressources à Acme : l'« investisseur » et la « création de valeur » p. 414
1) Les enjeux du changement dans la direction d'Acme p. 416
L'opposition entre Nicole et Fernand p. 416
La valeur relative contre la valeur fondamentale p. 418
Les gagnants et les perdants : les nouvelles règles de la « création de valeur » p. 429
2) Le changement de stratégie d'investissement dans l'équipe ABS p. 432
Les deux enjeux pour l'équipe : changer de stratégie d'investissement et continuer de croître p. 433
Les positions divergentes des deux gérantes senior p. 434
Les possibles dans l'équipe ABS p. 447
3) Les instances décisionnelles de la distribution de ressources financières p. 451
L'évolution de l'équipe ABS depuis 2004 p. 452
Les stratégies d'investissement de l'équipe ABS et le « crise » de 2007 p. 453
Instances décisionnelles et distribution de ressources p. 457

Conclusion p. 460
Conclusion de la 2ème Partie : la distribution de ressources par la finance contemporaine p. 461
1) La distribution de ressources à partir de l'expérience de recherche à Acme p. 461
La « création de valeur » à travers des tâches professsionnelles p. 461
La finance contemporaine : une organisation sociale du « sujet de l'échange » p. 463
2) La finance contemporaine comme espace politique global p. 466
La finance contemporaine : un espace de pouvoir p. 466
La finance contemporaine/ espace politique global p. 468
Transition p. 474

3ème Partie
Innover : proposer de nouvelles techniques d'investissement dans la « gestion alternative » à Hedge Consulting p. 475

Introduction p. 475
L'innovation dans la finance contemporaine p. 475
Les règles de l'innovation financière p. 476
Le pouvoir d'innover p. 478
Plan de la troisième partie p. 479
A) Hedge Consulting et la « gestion alternative » : l'innovation financière comme enjeu quotidien p. 482
1) Hedge Consulting comme équipe d'innovation financière p. 483
Une équipe constituée d'individualités innovantes p. 483
Une équipe orientée vers l'innovation p. 486
Une position commerciale difficile p. 488
2) L'institutionnalisation de la « gestion alternative » p. 490
3) L'innovation financière comme objet de description p. 492
L'innovation financière comme objet p. 493
Les règles de l'innovation p. 493
L'innovation financière et la distribution de ressources par la finance contemporaine p. 496
Conclusion p. 497
B) Les *hedge funds* comme espace indépendant d'innovation financière p. 498
1) Les *hedge funds* et l'innovation dans la définition de la valeur financière p. 499
Une multiplicité d'approches de la valeur p. 499
Des approches de la valeur dans un rapport ambivalent à l'« efficience des marchés » p. 501
Le cas des hedge funds *investissant en actions cotées* p. 508
2) L'organisation de l'innovation « libre » p. 510
L'organisation la plus adéquate pour l'innovation financière p. 510
Le hedge fund *comme absence d'autorité au-dessus du gérant* p. 512
Un rapport de forces avantageux par rapport aux clients p. 514
3) Ambivalences de l'innovation financière « libre » p. 516
Conclusion p. 517
C) La « gestion alternative » comme institutionnalisation de l'innovation financière des *hedge funds* p. 518
1) Le développement des *hedge funds* institutionnels et des « fonds de fonds » p. 519
L'institutionnalisation comme phénomène récent aux conséquences incertaines p. 519
Les raisons des grandes institutions de « faire du *hedge fund »* p. 522
2) L'évaluation instituée des *hedge funds* p. 523

Les hedge funds *comme objet d'investissement* p. 523
La difficile définition des hedge funds *comme « classe d'actifs »* p. 524
Les hedge funds *comme produit institutionnel* p. 529
3) Les possibles de l'innovation des *hedge funds* dans un espace fragmenté p. 534
L'institutionnalisation et la « disparition » des hedge funds p. 534
Conclusion : *L'espace fragmenté de l'innovation* p. 536
D) L'exploration des possibles de l'innovation financière à Hedge Consulting p. 538
1) Des positions ambiguës sur l'organisation et la valeur stabilisées par un objectif commercial p. 539
Un rejet ambigu des grandes institutions p. 539
Des positions labiles à partir du rejet de l'hypothèse de l'« efficience des marchés » p. 540
La stabilisation des ambiguïtés par la possibilité d'établir des relations commerciales p. 542
2) Chercher à établir une relation commerciale en explorant les possibles de la « gestion alternative » p. 544
Hedge Consulting comme consultant dans la « gestion alternative » p. 544
Hedge Consulting comme représentant d'un fonds de fonds p. 547
Hedge Consulting comme gérant de hedge fund p. 548
Sentir « le marché » pour y trouver sa place p. 549
Conclusion p. 551
E) L'innovation dans la distribution de ressources : le *hedge fund* Alpha p. 552
1) Un *hedge fund* institutionnel développé par une équipe indépendante p. 553
Un hedge fund *institutionnel : « validation », « transparence » et modèles de gestion « classique »* p. 553
La tension organisationnelle du gérant « libre » d'un hedge fund *institutionnel* p. 555
2) La distribution de ressources selon le *process* du *hedge fund* Alpha p. 557
Un hedge fund « Long/short Global Equities quant » p. 558
Une évaluation fondamentale et relative statistique p. 558
Un encadrement de l'investissement par le « contrôle des risques » p. 560
3) Les possibles fragmentés de la distribution de ressources par le *hedge fund* Alpha p. 561
Conclusion p. 570
Conclusion de la 3ème partie : les possibles de l'innovation financière p. 572
1) Les règles de l'innovation à partir de l'expérience de terrain à Hedge Consulting p. 572
2) Le pouvoir d'innover dans la finance contemporaine p. 574
La clôture de l'innovation financière p. 574
L'innovation dans la distribution de ressources par la finance contemporaine p. 575

Conclusion : la finance contemporaine comme espace de pouvoir p. 577
1) La finance comme rapports de force en situation p. 577
Des rapports de force en situation p. 578
Les imaginaires de la distribution de ressources monétaires par la finance contemporaine p. 579
Des tâches professionnelles p. 580
Des parcours et des positionnements personnels multiples et limités p. 580
2) Une anthropologie politique de la finance contemporaine p. 581
L'imaginaire libéral dans la distribution de ressources par les institutions financières p. 582
Un espace politique global p. 583

Ouvrages cités p. 577
Sites Web cités p. 603
Annexes p. 607

Annexe I : Morgan Stanley : « Alitalia : Full Year Results Ahead ! » p. 609
Annexe II : UBS Warburg : « Alitalia : dilution adjustment ahead » p. 617
Annexe III : « Asset-Backed Pass-Through Certificates Series 2004-R2 » p. 623

Comme tous les matins depuis quelques semaines, je me lève à 7h30 pour prendre mon petit-déjeuner. Il fait froid, mais ce sera un jour ensoleillé. Je me rase, je prends une douche et j'enfile un costume noir et des chaussures noires que j'ai achetés pour effectuer mes recherches, pour mille euros. Heureusement, je n'ai pas besoin de porter de cravate. Mon habit contraste avec ceux des personnes aux revenus faibles, parfois sans papiers, sans droits de travail ni droits civiques, que je croise sur le chemin de mon studio de la Goutte d'Or à la bouche du métro. Je prends le RER à la Gare du Nord, je change à Châtelet, et je m'amuse à regarder les différences de vêtements, les postures des corps, la grosseur des doigts, le maquillage et autres éléments à partir desquels je me laisse imaginer les occupations des gens, leurs salaires, leurs parcours, leurs vies familiales, leurs amours, dans la demi-heure qui me mène de chez moi à La Défense. Sorti sur l'esplanade blanche entourée de gratte-ciels articulés autour de l'arche, avec Paris pour horizon, je me dirige vers mon bureau. Des centaines de personnes en costumes et tailleurs de couleurs foncées font comme moi. Ensemble, nous avançons dans la même direction et produisons un murmure de talons qui tapent le sol dur de l'esplanade. J'ai vu cette scène des dizaines de fois, et je la reverrai tous les matins du lundi au vendredi pendant les quatre mois de mon stage à Acme S.A.

Arrivé au pied du bâtiment d'Acme S.A., des militants de Lutte Ouvrière me proposent des tracts dans lesquels ils dénoncent l'*« exploitation des travailleurs »*. Je rentre dans le grand hall vitré. Au guichet situé au centre, cinq jeunes hôtesses sourient lorsqu'elles interagissent avec les personnes en costumes et tailleurs. Le premier jour de mon stage, une d'elles m'a donné la carte magnétique que je pose sur le tourniquet pour accéder aux ascenseurs, pendant qu'un gardien me jette un regard à la fois sérieux et cordial. Acme utilise la moitié de la tour, du 12ème au 26ème étage. Le reste est occupé par les bureaux d'une grande banque française. Je monte au 13ème étage et je vais jusqu'aux bureaux de l'équipe qui m'a embauché comme stagiaire. La moquette éteint le bruit de mes pas. En arrivant, je vois, sur la quarantaine de mètres de long de la salle, des dizaines de personnes, dans le silence des premiers quarts d'heures de la journée. Certaines regardent leurs trois à quatre écrans d'ordinateur, d'autres sont au téléphone, d'autres encore lisent des documents ou des journaux, parfois avec un café sur leur bureau. Les bureaux de mon équipe sont à côté de la

porte d'entrée. Depuis mon fauteuil, je vois l'ensemble de la salle, tout en restant un peu à l'écart du reste des équipes.

Je salue amicalement Bastien, qui a mon age, 29 ans. Il est un des quatre cadres de notre équipe de sept personnes. Je commence à chercher sur Internet des documents émis par les agences de notation sur des dérivés de crédit. Nous sommes en avril 2004 et les dérivés de crédit immobilier américain, qui feront la une des journaux dans le monde entier près de trois ans plus tard, sont considérés comme un produit financier « exotique ». En acheter pour leurs clients est la tâche principale de Bastien et de ses collègues. Je les assiste en recueillant de l'information et en la mettant en forme dans des documents que l'équipe fournit à ses clients et à certains employés d'Acme.

Je peux ainsi observer Bastien dire au téléphone : *« j'achète dix millions d'Ameriquest 2004-R2 triple A à 20 »*. « Ameriquest 2004-R2 » est un *Asset Backed Security* (ABS), un « dérivé de crédit », produit, acheté et vendu par des entreprises de l'industrie financière, aux Etats-Unis, en France, en Chine et ailleurs. Comme son nom l'indique, c'est une *security*, un actif financier qui a un prix et est détenu par un propriétaire qui espère en tirer un profit monétaire dans un certain futur. Cet actif est *backed by assets*, couvert par d'autres actifs, qu'on appelle les *« sous-jacents »* et qui fournissent le flux monétaire qui permet au propriétaire de l'ABS de percevoir un revenu en l'achetant. Dans le cas de l'Ameriquest 2004-R2, les actifs qui le couvrent sont des prêts immobiliers émis par des institutions de crédit aux Etats-Unis pour des personnes souhaitant y acheter une maison ou un appartement. Ce type d'ABS est dans ce cas appelé MBS, pour *Mortgage Backed Security*, un actif couvert par des crédits immobiliers.

En achetant des MBS, Bastien permet de financer l'industrie du crédit immobilier aux Etats-Unis. En effet, les banques qui émettent des prêts immobiliers à des Américains comptent revendre ces prêts à d'autres institutions financières, en les transformant en titres comme les ABS, un processus qu'on appelle la *« titrisation »* du crédit bancaire. Cette vente leur permettra de libérer les fonds de réserves obligatoires qu'elles doivent détenir pour pouvoir accorder des crédits. Si elles ne pouvaient pas revendre les prêts immobiliers, elles ne pourraient pas en émettre de nouveaux, sauf quand les prêts accordés arriveraient à échéance.

Bastien n'achète pas cet ABS pour son propre compte, mais en tant qu'employé d'Acme. Son employeur, à son tour, n'est pas le propriétaire des titres « achetés » par Bastien. Les ABS sont achetés pour le compte des clients d'Acme, qui est une multinationale financière dont la raison commerciale est de gérer des fonds de tiers en les investissant dans des actifs financiers divers. Bastien à pour charge d'investir 700 millions d'euros dans des

ABS pour le compte de clients qui, dans ce cas-ci, sont des entreprises d'assurance françaises. Ces entreprises, à leur tour, investissent l'argent qui leur à été fourni par les acheteurs de polices d'assurance, établis en France dans ce cas-ci. Les entreprises d'assurance investissent les fonds dans des actifs financiers qui procurent des revenus plus ou moins stables, de manière à générer un surplus monétaire qui leur permet de payer les acheteurs de polices en cas d'incident, ainsi que les salaires de leurs employés, les profits des actionnaires, les intérêts de leurs créanciers et leurs partenaires commerciaux de toutes sortes.

Avec sa phrase *« j'achète dix millions d'Ameriquest 2004-R2 triple A à 20 »*, Bastien fournit donc des fonds qui financent des prêts immobiliers aux Etats-Unis et dont les revenus financent des activités d'assurance en France. L'argent payé par quelqu'un souscrivant à une police d'assurance-vie à Clermont-Ferrand est utilisé pour financer l'achat d'un appartement par quelqu'un à Philadelphie. Les intérêts payés par cette personne pour rembourser son prêt permettent, par la même relation, de financer l'assurance souscrite par la personne à Clermont-Ferrand. Les souscripteurs de polices d'assurance font crédit, par le biais d'institutions financières, à des emprunteurs de crédits immobiliers. Ces derniers, par la même relation, permettent aux souscripteurs d'espérer être payés en cas d'accident selon le contrat d'assurance auquel ils ont souscrit. En 2004, le montant d'ABS émis aux Etats-Unis dépassait les 1500 milliards de dollars[1]. En achetant un ABS, Bastien participe à une chaîne d'interactions qui distribuent des ressources monétaires, à travers des relations de crédit, à des millions de personnes dans le monde entier.

En achetant leur appartement à crédit, ou en assurant leurs héritiers en cas de décès considéré comme prématuré, les personnes font leurs vies en les intégrant à des flux monétaires qui parcourent, sous forme de bits électroniques, des milliers de kilomètres et s'étalent parfois sur des dizaines d'années. Ces flux organisent parfois fortement la vie des personnes, par exemple en leur permettant d'être propriétaires de leur logement, ou de définir leurs relations familiales, avec tous les aspects identitaires, affectifs et budgétaires que cela peut avoir selon les cas. Les flux monétaires auxquels participe Bastien, quand je l'observe un matin d'avril 2004, au 13^{e} étage d'une tour de La Défense, ont ainsi une importance parfois vitale dans la vie de millions de personnes.

La « crise » des dérivés de crédit, telle qu'elle a été relayée par les médias, les dirigeants politiques et ceux des grands groupes financiers, a mis en relief de manière publique, à partir de l'été 2007, à quel point les institutions financières sont liées entre elles

[1]Cf. International Monetary Fund, 2007, *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, April, p. 153 (en ligne : http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/01/index.htm).

dans le monde entier. Elle a permis de voir comment leurs activités d'investissement dans un actif comme les MBS pouvaient affecter leurs investissements dans d'autres actifs et par là l'organisation financière mondiale, c'est-à-dire l'activité économique des entreprises et les capacités de financement des Etats et des particuliers. Ce texte est le produit de recherches de terrain qui ont eu lieu bien avant cette crise. Il explore néanmoins certaines des logiques d'action dans l'industrie financière, telles que j'ai pu les observer en tant que stagiaire dans différentes institutions, et dont une partie ont été mises en lumière par cette crise.

Pendant une journée de travail de neuf ou dix heures, Bastien ne fait pas que passer des ordres au téléphone. Il évalue le rapport qualité/prix des ABS en lisant des dizaines de pages de documents, et vérifie les paramètres de son portefeuille d'investissement. Il discute souvent avec ses collègues d'équipe, avec lesquels il déjeune et prend des pauses-café. Dans ces occasions, il échange notamment avec eux des commentaires sur leur vie familiale, la plupart ayant la trentaine et des enfants en bas âge. Les discussions se concentrent aussi de manière répétée sur l'évolution des luttes de pouvoir au sein d'Acme qui, à leurs différents niveaux hiérarchiques, les affectent tous. Bastien appelle par ailleurs de manière régulière par téléphone des partenaires commerciaux pour prévoir de nouveaux contrats et règle des questions de logistique pour mieux faire circuler l'information dans son équipe de sept personnes, un rôle qu'il a pris à son insu et accepté avec plus ou moins de résignation. Vers 18h30, Bastien rentre chez lui, rejoindre son épouse, avec laquelle il vient de se marier et projette déjà d'avoir un enfant. Ce jour d'avril, sur le chemin du retour dans sa voiture, qui le mène de La Défense au XXème arrondissement, je l'accompagne acheter une lampe dans un magasin de design huppé du IXème arrondissement. Comme j'ai pu l'observer faire à plusieurs reprises, il me dit qu'il songe à *« passer aux quatre cinquièmes »* pour faire une thèse en théologie, en attendant de changer de travail et de devenir peut-être, dans quelques années, consultant dans l'humanitaire pour des organisations internationales, ce qu'il n'a toujours pas fait quatre ans plus tard, alors que j'écris ces lignes.

La distribution de ressources à laquelle Bastien participe depuis son bureau est à comprendre non seulement dans l'organisation de flux monétaires par le biais de contrats et de logiciels de transmission de données, mais aussi par la manière dont elle est réalisable pour des personnes spécifiques, dans des lieux et des moments particuliers. J'essaierai, dans les pages qui suivent, de décrire l'organisation sociale dans laquelle les actes de Bastien font sens, pour lui et pour les personnes avec lesquelles il interagit. Ceci implique d'étudier ces actes dans leur quotidienneté, dans leurs temporalités et leurs espaces particuliers, à partir des expériences d'interaction avec les personnes qui, comme Bastien, les font. J'espère contribuer

de cette manière, avec un regard anthropologique, à une réflexion sur la distribution de ressources particulière réalisée par la finance contemporaine qui lie aujourd'hui entre elles, à travers des relations monétaires, la grande majorité des personnes dans le monde.

Introduction : une anthropologie politique de la finance contemporaine : enjeux, terrains et méthode

Ce texte est le résultat d'une enquête de terrain réalisée à travers l'observation participante en tant que stagiaire dans trois entreprises, de 2002 à 2004. Chaque stage a duré entre quatre et cinq mois et a été l'occasion de réaliser des entretiens, informels ou enregistrés, parfois de plusieurs heures, avec les professionnels observés. J'ai par ailleurs interviewé des employés d'autres entreprises rencontrés de manières diverses, le plus souvent à travers des contacts réalisés pendant les stages. Ceci a donné lieu en tout à un peu plus d'un an d'observation participante et à une centaine d'entretiens, dont 68 enregistrés.

Le premier stage fut réalisé à New York, entre mai et septembre 2002, dans une compagnie de *brokerage* vendant de l'information sur des entreprises cotées en Europe à des investisseurs institutionnels basés aux Etats-Unis. Une équipe réduite vendait aussi de l'information sur des entreprises cotées aux Etats-Unis à des investisseurs institutionnels européens. Mon rôle officiel était de produire de l'information et de l'analyse financière sur des compagnies de faible capitalisation boursière cotées en France pour les clients de mon employeur.

Le deuxième stage fut réalisé entre mai et septembre 2003 dans une équipe de trois personnes spécialisée dans la conception de méthodes d'investissement dites « alternatives », celles des *hedge funds*, pour des investisseurs institutionnels basés à Paris. Mon rôle était de faire des recherches sur le *« marché des* hedge funds *»* en France et dans le monde, pour permettre à l'équipe d'identifier leurs potentiels clients et les produits qui pourraient les intéresser. J'ai donc glané d'innombrables documents et sites Web, et participé à une vingtaine d'entretiens avec des professionnels à Paris et à Londres, en tant que « consultant ».

Le troisième stage fut réalisé entre février et juin 2004 dans une équipe de gestion de fonds pour tiers, investissant dans des dérivés de crédit, les *Asset Backed Securities*. Cette équipe était employée par Acme, une grande multinationale financière basée en France et étendue dans le monde entier. Mon rôle était essentiellement d'assister les gérants de fonds en rédigeant des analyses financières concernant les titres achetés et en produisant des rapports sur leurs activités et sur le *« marché des ABS »*. Ce stage fut aussi l'occasion de faire de nombreux entretiens avec d'autres professionnels employés d'Acme, spécialisés dans

l'investissement dans des actions et des obligations, dans l'élaboration des produits dérivés et dans la gestion de *hedge funds*, ou occupant des positions élevées dans la hiérarchie et se posant des questions de stratégie générale de la compagnie.

Dans cette introduction, j'aborderai des problématisations générales sur la finance contemporaine et des enjeux conceptuels et méthodologiques qui permettent donner du sens à mon parcours de recherche et à la manière dont je le décrirai dans le reste de ce texte, en le transformant en objet de recherche pour une anthropologie politique.

Les discours publics, littéraires, politiques ou médiatiques, sur la finance, ses milieux sociaux particuliers, ses calculs financiers, ses impacts sur la vie de la population en général et sur le rôle de l'Etat en particulier sont nombreux. Depuis quelques années, la littérature en sciences sociales concerne les pratiques dans la finance contemporaine[2]. Quelques chercheurs l'analysent en mobilisant les corpus canoniques de disciplines comme la sociologie ou l'anthropologie. L'approche des pratiques de la finance peut être très variée, depuis les études sur l'impact de l'utilisation des technologies informatiques[3], les discours de justification[4], les conflits autour de la réglementation[5], les rapports de pouvoir à l'intérieur des entreprises qui « sont » la finance[6] ou encore les enjeux cognitifs autour des méthodes de calcul[7]. Pourtant, il

[2] Pour des présentations d'ensemble partielles, cf. Mizruchi, M.-S., Brewer-Stearns, L., 1994, « Money, Banking, and Financial Markets », in Smelser, N. J., Swedberg, R. (eds.), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University Press, Princeton, pp. 313-341, Blomert, R., 2001, « Sociology of Finance - Old and new perspectives », *Economic Sociology, European Electronic Newsletter*, Vol. 2, n° 2, Jan, pp. 9-15, et Maurer, B., 2005, « Finance », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 176-193. Ces présentations omettent de manière générale les publications en langue française, nombreuses depuis la fin des années 90, à partir de méthodes et de questionnements très divers et dont une partie importante des auteurs est regroupée dans l'Association des Etudes Sociales de la Finance (cf. http://ssfa.free.fr/). Une présentation plus complète est à paraître : Godechot, O., 2008, « Concurrence et coopération sur les marchés financiers. Les apports des études sociales de la finance », in Steiner, P., Vatin, F., (dirs.), *Traité de sociologie économique*, Presses Universitaires de France, Paris. On peut comparer ces recensions à la quasi-inexistence d'études avant les années 80, cf. Adler, P., Adler, P. A., 1986, « Introduction », in Adler, P., Adler, P. A. (eds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, JAI Press Inc., Greenwich, Connecticut, pp. 1-15 et Adler, P., Adler, P, A., 1986, « Toward a sociology of financial markets », *Ibid.*, pp. 195-201.

[3] Cf. par exemple Godechot, O., Hassoun, P., Muniesa, F., 2000, « La volatilité des postes. Professionnels des marchés financiers et informatisation », *Actes de la Recherche en Science Sociale*, n° 134, septembre, pp. 45-55 et Zaloom, C., 2005, « The Discipline of Speculators », in Collier, S. J., Ong, A. (eds.), *Global Assemblages. Technology, Politics, and Ethics as Anthropological Problems*, Blackwell Publishing, Oxford, pp. 253-269 et Bruegger, U., Knorr Cetina, K., « La technologie habitée. La forme de vie globale des marchés financiers », *Réseaux*, Vol. 21, n° 33, pp. 111-135.

[4] Cf. par exemple Hertz, E., 1998, *The Trading Crowd. An ethnography of the Shangai Stock Market*, Cambridge University Press, Cambridge UK, 1998, 238 p.

[5] Cf. par exemple Abolafia, M., 1996, *Making Markets. Opportunism and restraint on Wall Street*, Harvard University Press, Cambridge MA, 216 p.

[6] Cf. par exemple Godechot, O., 2001, *Les Traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, Editions La Découverte, Paris, 299 p. et Godechot, O., 2007, *Working rich, salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, Editions La Découverte, Paris, 307 p.

n'existe pour l'instant pas de paradigmes institués sur les manières de faire une enquête de terrain dans la finance ou de poser des questions anthropologiques à ce qu'on peut y observer. L'objet même de « finance contemporaine » reste flou. Dans cette introduction, j'essaierai de clarifier l'enquête de terrain et les questionnements méthodologiques et conceptuels à travers lesquels ont pris forme certaines pratiques financières comme objet de description de ce texte.

J'essaierai d'abord de préciser par rapport à quelles pratiques et à quels enjeux je propose de faire une anthropologie politique. Dans ce texte, je m'intéresserai à une anthropologie de la distribution de ressources monétaires à travers des rapports de crédit tels qu'ils sont organisés dans des espaces de pouvoir, des institutions, qui sont souvent analysées à partir de la question de leur légitimité. Je présenterai d'abord brièvement des éléments de débat actuels sur l'organisation financière mondiale qui, s'ils ne structurent pas mon approche, constituent l'espace problématique dans lequel je cherche à situer mon objet. Les rapports de crédit sont aujourd'hui, de manière fondamentale, organisés par les Etats et des entreprises financières, parmi lesquelles les banques ont une place particulière. La réflexion sur les pratiques au sein de ces institutions est généralement organisée en assumant leur position de pouvoir. La discussion se centre sur la légitimité de chaque institution, en fonction de critères plus ou moins différents. Etablir les éléments de cette problématisation me permettra de dessiner un espace où l'objet de cette thèse trouve sa place, à partir d'une anthropologie du pouvoir (A).

Ceci me permettra de situer plus clairement l'enquête de terrain elle-même, les trois stages, les entretiens avec des professionnels et l'analyse de milliers de pages de documents divers. Les pratiques quotidiennes observées se sont situées à différents moments, dans différents espaces, essentiellement à New York et Paris et marginalement à Londres, entre 2002 et 2004, avec quelques entretiens plus ou moins informels avec des professionnels depuis. Les différentes tâches professionnelles observées, celles d'analyste financier, de *trader*, de vendeur d'analyse financière, de gérant de fonds d'investissement ou de consultant dans des *hedge funds*, pourraient donner lieu à des questionnements très divers. Cette thèse a été orientée dès le début sur ce qui me semblait être une question centrale et qui me semble donner le plus de cohérence à l'enquête comme ensemble, celle de la distribution de ressources monétaires (B).

[7] Cf. par exemple Tadjeddine, Y., 2000, « Les prises cognitives de la rationalité. Une typologie des décisions spéculatives », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 57-72, et Muniesa, F., 2000, « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 121-154.

La cohérence de l'enquête, qui donne sa stabilité à l'objet de la recherche, est en partie le fait d'un travail conceptuel et méthodologique, que je clarifierai afin de présenter la structure de la suite de ce texte. Comme la plupart des anthropologues, je n'ai pas pu contrôler le déroulement d'une enquête de terrain qui était dépendante, dans mon cas, du fait de trouver des stages dans des entreprises pour pouvoir observer en apprenant et en interagissant avec les acteurs. Les pratiques que j'ai observées avaient des rapports avec la distribution de ressources à laquelle elles participaient qui étaient différents et néanmoins très liés entre eux. Ces liens sont constitués comme objet de recherche par une approche en termes de pratiques quotidiennes, analysées à partir des logiques d'action en situation. A travers ces pratiques, des ressources monétaires sont distribuées de manière inégale dans le monde entier, selon des hiérarchies de valeur. De ce point de vue, le rapport de crédit effectué par la finance contemporaine peut-être compris comme un rapport de pouvoir. La distribution effective de ressources monétaires se fait dans des organisations, à travers des procédures, organisées et légitimées par des imaginaires sur la valeur et l'investissement. Dans la finance contemporaine, ces imaginaires sont très liés aux philsophies libérales dans lesquelles le sujet politique se réalise comme libre dans ses échanges marchands. On peut donc partir du questionnement de Marcel Mauss pour analyser comment sont sont distribuées des ressources, de manière globale et légitime, sans reprende l'imaginaire du sujet libéral comme outil analytique. Dans ce dessein, je m'inspirerai de la manière dont Michel Foucault a analysé les imaginaire moraux et politiques constitutifs des institutions. J'explorerai donc comment la distribution de ressources se fait à travers des pratiques de définition de la valeur financière, des actes de transfert monétaire effectifs par l'achat et la vente d'actifs, selon des procédures et des imaginaires qui limitent l'innovation (C).

A) L'espace problématique de la finance contemporaine : la distribution de ressources monétaires et la légitimité des institutions financières

L'expression « finance contemporaine » peut désigner des objets très divers. Ceci est souvent dû au fait que les interactions entre des méthodes et des questions différentes donnent lieu à des objets différents. Dans ce chapitre, je vais essayer d'introduire un certain nombre de concepts et d'enjeux qui ne définissent pas l'objet concret de cette thèse, mais balisent l'espace problématique dans lequel je voudrais le situer. Pour analyser la finance contemporaine à partir des pratiques qui la font, il est nécessaire de comprendre comment les pratiques dans un lieu et temps singuliers sont en relation avec d'autres, qui ont lieu ailleurs. Cette approche générale permet de situer une singularité dans des relations qui lui donnent sens et la rendent possible. Chaque approche de la finance comporte des problématisations qui lui sont propres. Dans ce chapitre, j'analyserai comment la problématisation des pratiques des institutions financières, dont la prégnance est aujourd'hui mondiale, se fait essentiellement en posant la question de leur légitimité dans un rapport de pouvoir. J'analyserai ensuite, dans les autres chapitres, comment l'objet de cette thèse communique avec cette problématisation à partir d'une anthropologie politique.

Je commencerai ici par analyser comment le rapport de crédit contemporain, comme distribution de ressources monétaires sur un laps de temps, est organisé par un rapport entre des Etats et d'autres institutions créatrices de monnaie, notamment les banques. Ceci inscrit le rapport financier dans les rapports politiques concernant la citoyenneté et la régulation légitime des relations sociales de manière large (1). J'analyserai ensuite comment ces rapports ont changé dans les trente dernières années. En plus des banques et des Etats, la « finance contemporaine » est aujourd'hui un réseau d'interactions entre personnes employées par des institutions diverses dans le monde entier, parmi lesquelles on compte, entre autres, des entreprises de gestion de fonds pour tiers (fonds mutuels, fonds de pension), des entreprises d'assurance, des cabinets d'audit, des agences de notation et des agences de régulation (2). Ces changements ont redistribué les espaces de pouvoir financier. Leur légitimité est problématisée dans une opposition entre des approches « libérales » et des approches « keynésiennes » autour du rapport entre « marchés » et Etats. Cette présentation extrêmement schématique n'aura pas pour but de prendre une position ni de simplifier ces débats, mais de les présenter afin de clarifier comment cette thèse, dans la suite de

l'introduction et du texte, communique avec eux. Ce texte n'analyse pas la légitimité des institutions en elles-mêmes, ni la manière dont cette légitimité est vécue en dehors des lieux de travail, par les personnes, la majorité de la population, qui n'y participe pas en tant que « professionnels », mais plutôt en tant que « usagers ». Par contre, le texte s'intéresse à la manière dont les pratiques font sens pour les personnes qui les font, en voyant comment les logiques libérales sont présentes dans les procédures et les imaginaires qui les organisent, sans pour autant avoir les effets escomptés dans les utopies philosophiques où elles ont d'abord été formulées (3).

1) Le pouvoir des Etats et des banques dans le rapport de crédit

Une première approche simplifiée des rapports de crédit aujourd'hui nous permet de les comprendre comme étant organisés essentiellement par les Etats et des institutions de crédit, notamment des banques. Ceci permet de comprendre que les rapports de crédit sont établis à travers des rapports de pouvoir qui concernent les relations sociales de manière large, dans l'interaction de différentes instances : les Etats, les banques, les entreprises et les ménages. Ces éléments sont rarement rappelés dans les analyses anthropologiques de la monnaie[8], mais sont fondamentaux pour stabiliser l'objet de ma recherche. Les Etats et les banques ont un rôle fondamental, par la régulation des rapports monétaires, dans la distribution des ressources, c'est-à-dire dans l'organisation de qui donne à qui, qui reçoit quoi, et selon quelles règles. Le rapport financier, fondamental dans la régulation des relations sociales, est ainsi constitué par des institutions politiques et s'inscrit dans leurs enjeux de légitimité.

Le rapport financier du fait des Etats et des banques

Le rapport financier peut être abordé de manière simplifiée par la notion de crédit, constituée par un créancier qui donne à un débiteur qui rend. La dimension temporelle du rapport d'échange peut parfois être le seul critère qui distingue le rapport de crédit de celui d'un échange tel qu'un achat et une vente[9]. Le financement d'une activité est l'acte par lequel

[8] Une exception est Hart, K., 2000, *The Memory Bank. Money in an Unequal World*, Profile Books, London, pp 265-273.

[9] Ce caractère temporel définissait pour Marcel Mauss le lien du crédit, qui était selon lui déjà présent dans le rapport de don et de contre-don, cf. Mauss, M., 1995 (1923-1924) « Essai sur le don. Forme et raison de

une partie avance des ressources à une autre, qui les lui rend dans le futur. La définition de ces ressources et la manière dont elles sont rendues peuvent être extrêmement variées. Les ressources monétaires distribuées aujourd'hui dans les rapports de crédit sont organisées par plusieurs institutions. Une première approche simplifiée nous permet de dire que les rapports de crédit proviennent en partie de la régulation et de l'émission de la monnaie par les Etats et en partie de la création monétaire organisée par des institutions de crédit, comme les banques.

Les Etats, généralement à travers l'institution de la banque centrale, se sont imposés aujourd'hui comme les seuls émetteurs légitimes de monnaies qui doivent être acceptées par tous les acteurs participant à des transactions monétaires à l'intérieur de chaque juridiction. Ceci n'a pas toujours été le cas[10] et, dans certains Etats, la monnaie locale est parfois moins bien acceptée que des monnaies d'autres Etats, comme le dollar US ou l'euro. Dans tous les cas, aujourd'hui, les Etats sont les seules instances ayant le droit d'émettre en principe *ex nihil* de la monnaie et d'en imposer l'utilisation dans le territoire de leur juridiction. Alors que pendant longtemps, et pour les jusqu'en 1971Etats-Unis, la monnaie émise par l'Etat était considérée comme échangeable à tout moment avec de l'or, ceci n'est aujourd'hui plus du tout le cas. En principe, la monnaie d'Etat n'a pas de validité parce qu'elle aurait un équivalent en or, mais parce que l'Etat garantit, par la sanction en cas d'infraction, qu'elle sera acceptée par tous[11]. Les Etats jouent aujourd'hui un rôle fondamental dans tous les rapports monétaires, en garantissant par la loi la validité de la monnaie utilisée par des tiers, c'est-à-dire le fait que la monnaie reçue sera acceptée dans des transactions futures, comme moyen d'échange et de compte, et donc qu'elle peut être stockée comme moyen de réserve. Les Etats sont à la fois des créateurs et des garants de la monnaie.

Mais la monnaie, comme moyen d'échange, de compte et de réserve, est de fait aussi créée dans le rapport de crédit lui-même[12]. En effet, lorsqu'une personne ou une entreprise emprunte une somme, disons 100 euros, à une banque, et la dépose dans son compte courant auprès de cette même banque, sans avoir de ressources et sans rien rembourser

---

l'échange dans les sociétés archaïques », in Mauss, M., *Sociologie et anthropologie*, Presses Universitaires de France, Paris, p. 199.

[10] Au contraire, c'est le produit d'une lutte politique qui n'est jamais achevée, cf. Zelizer, V., 1997, *The Social Meaning of Money. Pin Money, Paychecks, Poor Relief, and Other Currencies*, Princeton University Press, pp. 13-17.

[11] J'analyserai en détail plus bas dans cette introduction certaines des limites de cette présentation de la monnaie, qui devrait suffire ici à poser quelques éléments de problématisation.

[12] Ce qui suit reprend une présentation, standard en économie, de la création de monnaie par les banques, cf. par exemple Faugère, J.-P., Voisin, C., 1994, *Le système financier français, crises et mutations*, Editions Nathan, Paris, pp. 73-77, Plihon, D., 2004, *La monnaie et ses mécanismes*, Editions La Découverte, Paris, pp. 18-24 et Guttmann, R., 1994, *How Credit Money Shapes the Economy. The United States in a Global System*, M. E. Sharpe, Armonk, New York, pp. 19-41.

immédiatement, la banque enregistre l'opération à la fois à son actif et à son passif : à son actif, la banque a un crédit de 100 euros. À son passif, elle a un dépôt de 100 euros par son débiteur. Le dépôt peut être conçu comme un crédit par lequel la personne prête ses 100 euros à la banque mais peut venir les chercher, en principe, à tout moment. Par l'acte de crédit, alors que ni la banque ni son débiteur n'avaient de ressources monétaires, les deux se sont trouvés avec un actif et un passif de 100 euros chacun. Cette opération est généralement appelée en économie et par les acteurs dans la finance, la « création monétaire » par les banques. Par opposition à la monnaie créée par les instances étatiques, appelée généralement « monnaie fiduciaire », la monnaie créée par les institutions de crédit est appelée « monnaie scripturale ».

Cette création de monnaie scripturale a des limites. La première limite, fondamentale, est que les banques ne peuvent exister comme institutions de crédit qu'en étant habilitées à le faire par les Etats, et notamment par les banques centrales. Par ailleurs, la limitation de la création de monnaie implique la banque centrale de différentes manières, par le biais des « réserves obligatoires » et de la définition des taux d'intérêt.

Lorsqu'une banque ouvre un compte avec 100 euros au nom de son débiteur, elle doit pouvoir assurer qu'il peut les retirer en monnaie fiduciaire, c'est-à-dire en avoir en réserve. L'expérience statistique bancaire met en évidence le fait que la plupart des personnes et des entreprises ne retirent pas tout leur argent en même temps. Les réserves des banques sont donc généralement bien plus faibles que les montants qu'elles avancent. Elles sont régulées par les Etats et sont variables en fonction des types de prêts. Un chiffre indicatif est celui qui a été défini en 1988 par le Comité de Bâle, instance consultative réunissant des représentants des banques centrales d'Etats considérés de manière générale comme les plus puissants financièrement. Ce chiffre, appelé le « ratio Cooke », indique que les banques doivent détenir en réserves au moins 8% des prêts avancés[13]. Pour pouvoir accorder un prêt de 100 euros, la banque doit en détenir 8. La banque centrale limite de fait les capacités des banques à accorder des crédits en contrôlant le montant des réserves de chaque banque, détenues dans un compte auprès d'elle. Lorsque les banques ne disposent pas de réserves suffisantes, il faut qu'elles les constituent, ce qui peut arriver de plusieurs manières, par exemple en accumulant de la monnaie fiduciaire ou, comme on l'a vu plus haut, par la « titrisation », en « vendant » leurs dettes, ce qui les efface de la comptabilité.

[13] Cf. le site de la *Bank for International Settlements*, et notamment la page http://www.bis.org/publ/bcbsc111.pdf. L'application de ce ratio a été détaillée en fonction des types de réserves et des actifs (des *« risques »*) entre 1996 et 2005, dans le cadre d'un accord nommé généralement « Bâle II », cf. http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm .

Par ailleurs, la banque centrale régule et limite la création de monnaie scripturale à travers la définition des taux d'intérêt et la facilité avec laquelle les banques ont accès à la monnaie. Les relations entre banques et débiteurs font que généralement un prêt par une banque devient un dépôt dans une autre banque. Par exemple, lorsqu'un particulier emprunte 100 euros à une banque pour payer un achat à une entreprise, et celle-ci les dépose dans une autre banque. Pour la banque qui a émis le prêt, ce retrait du dépôt constitue une « fuite », qu'elle doit compenser, pour équilibrer son actif et son passif, par un emprunt.

La banque centrale contrôle la création de monnaie scripturale par les banques parce que les mouvements de monnaie par les débiteurs et créanciers des banques font que, à la fin de la journée, les banques se retrouvent rarement avec des comptes à zéro où elles détiennent en dépôts autant de monnaie que ce qu'elles ont avancé en crédits. Ces deux montants restent généralement proches, mais varient de fait constamment, à chaque fois que quelqu'un tire de l'argent d'un guichet automatique, dépose de l'argent, reçoit un virement d'une autre banque, prend un prêt, etc. Pour maintenir leurs comptes équilibrés, les banques qui manquent de monnaie doivent en emprunter, celles qui en ont en trop peuvent en prêter. Les prêts interbancaires se font à des taux d'intérêts faibles et sont régulés par la banque centrale de différentes manières. D'abord par le fait que la banque centrale définit le taux d'intérêt auquel elle rémunère les comptes des banques auprès d'elle. En augmentant ce taux de base, la banque oblige les banques à la suivre puisque toute banque voulant emprunter de la monnaie devra au moins proposer ce taux de base, sans quoi les banques souhaitant prêter de la monnaie au taux le plus bas et à l'emprunteur le plus fiable ne prêteront pas aux autres banques, mais laisseront leurs liquidités auprès de la banque centrale. Par ce biais, la banque centrale limite l'accès des banques à la monnaie, et donc leur capacité à en créer. En baissant ce taux de base, au contraire, la banque centrale rend cet accès plus facile. Ce même taux est celui auquel la banque centrale prête aux banques pour qu'elles puissent assurer leurs liquidités à court terme. Par les taux dits « directeurs », la banque centrale rend plus ou moins cher l'accès à la monnaie pour les banques, et le taux auquel elles sont prêtes à faire crédit à d'autres acteurs[14].

Finalement, la banque centrale peut, à l'occasion, prêter de l'argent aux banques, à des taux bas, ce qui est appelé « injecter des liquidités », lorsque ses analystes considèrent qu'il y a un risque d'étranglement de la capacité de toutes les banques à accorder des crédits,

[14] Un taux de référence de prêts interbancaires les plus faibles pour les plus grandes institutions est le Libor, (*London Interbank Offered Rate*, « taux interbancaire offert à Londres »), calculé et publié par la British Bankers' Association. Ce taux est calculé selon la durée des prêts et les taux directeurs des institutions garantes de chaque devise (on a donc un Libor à trois mois en euros, un en dollars US, etc.). Cf. www.bba.org.uk.

ce qui a de manière générale un impact extrêmement étendu à l'ensemble de la population. On dit que la banque centrale joue le rôle de « prêteur en dernier ressort », ce qui lui donne un droit de regard sur les activités de banques privées qui en dépendent pour leur survie.

Les Etats, *via* la banque centrale, et les banques, émettent et régulent de manière générale l'accès au crédit et la monnaie pour l'ensemble de la population. Ces institutions sont extrêmement imbriquées, mais affichent et suivent des logiques parfois très différentes. De manière simplifiée, on peut dire que les banques privées ont comme limite infranchissable à toutes leurs activités le besoin de demeurer des entreprises rentables. Ceci suppose que leur capacité à créer de la monnaie et à en tirer un revenu en faisant payer des frais, soit suffisamment élevée pour payer les salaires des employés, les infrastructures, les actionnaires et les créanciers tout en générant des profits qui seront investis afin de rendre l'activité pérenne. Ceci est fondamental dans les règles selon lesquelles elles accordent des crédits : il faut que ces crédits soient remboursés dûment, ce qui implique qu'il soient accordés à des débiteurs jugés solvables. Les banques orientent de manière générale leur accord de prêts à des personnes, des entreprises, des Etats ou d'autres entités diverses, avec comme critère absolument discriminant, et généralement directeur, le fait que ces débiteurs pourront les rembourser selon les termes d'un contrat.

Les Etats peuvent avoir, et ont souvent, une attitude différente vis-à-vis du crédit. Leurs sources de revenus ne sont pas seulement constituées par l'activité bancaire et la stabilité de leurs comptes n'en dépend pas uniquement. Les Etats peuvent avoir une attitude vis-à-vis de la régulation du crédit qui ne vise pas simplement la rentabilité monétaire, mais aussi des objectifs différents, par exemple ceux de favoriser l'expansion des activités de certaines entreprises (par exemple celles qui s'orientent vers l'innovation technologique) ou de particuliers (par exemple l'achat d'immobilier). Les buts finaux affichés de ces activités peuvent alors être, et sont souvent, très différents de ceux des banques. Les activités de crédit des Etats peuvent viser à l'amélioration de la qualité de vie de certaines catégories sociales, la justice sociale, ou la croissance économique comme condition de bien être général et de paix sociale. Pour atteindre ces objectifs, les Etats agissent souvent *via* les banques, par exemple en accordant des ressources monétaires supplémentaires pour les acteurs accédant à certains types de crédit. Les Etats peuvent aussi réguler l'accord de crédit en général en baissant les taux d'intérêt, ce qui rend plus accessible la monnaie pour les banques, et leur permet d'accorder à leur tour des crédits à des taux plus bas. Ceci est censé inciter les particuliers, les entreprises et d'autres entités à financer leurs activités par l'emprunt et, par exemple, « relancer la croissance ».

L'importance du rapport financier dans les relations sociales

Les Etats et les banques abordent le crédit selon des règles différentes, qui concernent notamment les droits et les devoirs des acteurs et les temporalités de leurs rapports. Ces règles ont un effet massif sur les relations sociales des populations en général. Il est bien sûr impossible d'observer le quotidien de tout ce réseau, où ces règles sont définies, mises en œuvre et transformées dans le temps, selon les acteurs et les situations. Il est utile néanmoins de mettre en relief certaines régularités qui permettent de comprendre la prégnance de l'Etat et des banques dans l'ensemble des relations sociales. Elles concernent l'accord de crédit à trois « types »[15] de débiteurs : les particuliers, les entreprises privées et les Etats. Dans chaque cas, les rapports financiers peuvent être compris comme des rapports de force variables, avec les institutions financières au centre du dispositif, ce qui n'implique pas qu'elles soient les seules, ni les plus puissantes.

Le financement des activités des entreprises consiste essentiellement en des prêts et des investissements directs[16]. Le financement des entreprises leur permet de réaliser des investissements ou de faire face à des difficultés de trésorerie temporaires. Le prêt peut se faire de différentes manières. L'entreprise peut signer un contrat d'emprunt auprès d'une ou plusieurs banques et s'engager à les rembourser avec des intérêts réguliers pendant une période donnée. Elle peut aussi émettre une obligation, qui sera achetée par un bailleur de fonds. Dans ce cas, le bailleur de fonds achète un titre qui a un prix et promet le paiement régulier d'une certaine somme pendant un certain temps. Contrairement à la banque qui fait un prêt[17], il peut vendre l'obligation à un tiers, en récupérant le prix d'achat (avec une plus ou moins value éventuelle).

Les investissements directs aux entreprises consistent essentiellement en des achats d'actions émises par celles-ci. Dans ce cas, le bailleur de fonds, par exemple une banque, devient propriétaire de parts de l'entreprise et espère en tirer un bénéfice sous forme de dividendes ou en revendant à terme ses actions avec une plus-value. Pour l'entreprise, l'émission d'actions implique plus de liberté quant au paiement de revenus, puisque les dividendes sont décidés au cas par cas chaque année. En même temps, pour les dirigeants et

[15] Cette typologie est bien sûr abstraite, mais elle organise les pratiques des acteurs et permet ici de mettre en relief des différences importantes dans les rapports de crédit concrets.
[16] Pour une présentation sommaire, cf. Jacoud, G., 2006, « Quels modes de financement pour les entreprises? », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 40-45.
[17] Sauf dans les cas où elle procède à des titrisations, comme celles que j'ai décrites plus haut.

les actionnaires, l'arrivée de nouveaux actionnaires suppose une dilution de leur pouvoir de direction.

Le financement des Etats se fait essentiellement par des prêts directs et l'achat de bons d'Etat, selon des règles semblables à celles du financement des entreprises. Le financement des activités des Etats est généralement considéré, par toutes les personnes dans la finance contemporaine, de manière distincte de celui des activités des entreprises, étant données les différentes caractéristiques des deux types d'entité. D'un côté, les Etats sont considérés comme potentiellement plus stables que les entreprises. Il est en effet rare qu'un Etat, même en faillite, disparaisse totalement. Par ailleurs, les Etats peuvent trouver des ressources monétaires auxquelles les entreprises n'ont pas accès, par exemple en levant plus d'impôts ou même en émettant de la monnaie. D'un autre côté, les Etats ont potentiellement le pouvoir de changer, par la loi, les termes des contrats, voire de ne pas payer leurs dettes, comme on l'a vu encore une fois avec la crise en Argentine en 2001 et 2002.

Le financement des Etats concerne généralement à la fois des investissements nouveaux décidés par les gouvernements en place et le refinancement des dettes contractées par des gouvernements antérieurs. Le rapport de crédit se base sur et en même temps impose une continuité de l'Etat par-delà les gouvernements et parfois même les générations, puisque les prêts peuvent s'étaler sur plusieurs décennies.

De fait, l'endettement des Etats peut être considéré, selon les cas, comme le fait de leur puissance internationale et de leur capacité à attirer des capitaux, comme pour les Etats-Unis[18], ou comme un élément de leur affaiblissement et de leur dépendance vis-à-vis de leurs créanciers extérieurs[19]. Ceci est tout aussi vrai pour les entreprises. Une entreprise peu rentable aura du mal à trouver du financement, alors qu'une entreprise rentable pourra imposer des termes au contrat de financement en faisant jouer la concurrence entre bailleurs de fonds. Cette réversibilité du rapport de pouvoir financier peut se retrouver au niveau des particuliers, même si, dans ce cas, la centralisation bancaire permet aux institutions d'établir des stratégies coordonnées qui sont rarement le fait des particuliers, sauf par exemple à travers les Etats qui sont censés les représenter ou des associations de défense des consommateurs.

[18] Cf. Duménil, G., Lévy, D., 2004, « Le néolibéralisme sous hégémonie états-unienne », in Chesnais, F. 2004, (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 71-98.

[19] Cf. Camara, M., Salama, P., 2004 « L'insertion différenciée aux effets paradoxaux des pays en développement dans la mondialisation financière », in *La finance mondialisée, op. cit.*, pp. 196-222.

Le financement des particuliers consiste essentiellement en des prêts à la consommation[20], parmi lesquels on compte par exemple les prêts à l'achat d'immobilier évoqués plus haut. En même temps, d'autres rapports financiers, comme les contrats d'assurance, peuvent être considérés comme des prêts accordés par les particuliers à des institutions pour financer leurs activités courantes. En effet, une partie des personnes qui souscrivent à des polices d'assurance ne recevront jamais rien en retour, et leur contribution permet de financer le paiement des assurances des personnes qui y ont droit. Pour chaque personne, le paiement de la police d'assurance peut ne pas avoir l'air d'un prêt, puisque la personne espère souvent ne rien avoir à recevoir en retour. Mais pris dans leur ensemble, les paiements de police d'assurance sont bien l'avance de ressources par un groupe de personnes, qui reçoit quelque chose en retour (ici, si l'entreprise d'assurance est solvable, les « créanciers » doivent recevoir en retour moins que ce qu'ils ont avancé)[21]. Ce rapport de crédit est rendu explicite dans les cas comme celui que j'ai décrit plus haut, où Bastien contribuait à distribuer des ressources monétaires provenant des paiements de polices d'assurance à des personnes cherchant à acquérir des biens immeubles.

Aujourd'hui, la plupart des entreprises et des Etats financent une partie de leurs activités à travers des prêts, qu'il soient accordés directement par les banques *via* la création monétaire ou par l'émission de titres de dette. La croissance de l'endettement des particuliers dans les pays riches, aux Etats-Unis et en Europe, a été très forte dans les dix dernières années[22]. Dans tous ces cas, la monnaie distribuée et mise en circulation est créée selon des règles spécifiques établies par les Etats et les banques. Comme nous l'avons vu plus haut, ces règles peuvent être complémentaires, mais elles ne sont pas identiques.

La distribution de ressources monétaires par la finance contemporaine à travers des rapports de crédit est organisée par la stabilité de la monnaie, garantie par le pouvoir étatique[23]. Mais si les Etats gardent un rôle central de régulateurs et de garants, leur activité d'émission monétaire est largement débordée par la création de monnaie scripturale des

[20] Pour une présentation sommaire, cf. Trojman, J., 2006, « Endettement des particuliers et accès au crédit », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 52-57. Aux Etats-Unis, par exemple, ces crédits incluent aussi ceux accordés aux étudiants universitaires, ce qui implique fortement les banques dans la politique d'éducation de l'Etat, qui régule ces prêts de manière spécifique.

[21] Cette approche de la notion de « crédit » pourrait être utilisée pour décrire le rapport financier entre le salarié qui avance son travail pendant tout le mois pour n'être remboursé qu'à la fin, ou à des parents qui avancent des ressources à leurs enfants pendant qu'ils sont à leur charge pour en recevoir en retour quand ils seront âgés, etc. Mon but ici n'est pas de faire ce genre de rapprochements ni de suivre une théorie du crédit, mais simplement d'avancer quelques notions générales pour décrire des pratiques très étendues qui me permettront de mieux situer l'objet de ce texte.

[22] Cf. Trojman, J., « Endettement des particuliers et accès au crédit », *art. cit.* p. 53.

[23] Cette remarque ne concerne que la situation contemporaine. L'histoire et l'anthropologie ont décrit abondamment de cas où la monnaie n'était pas stabilisée par des Etats comme ceux qu'on connaît aujourd'hui.

banques et par les rapports de crédit entre entreprises, particuliers, et autres instances. Les règles de distribution de la monnaie sont ainsi à la fois un enjeu de politique publique, l'effet des activités de personnes agissant comme employées dans des institutions de crédit non-étatiques et des rapports de crédit des particuliers en général. Ces règles définissent les identités des créanciers et des débiteurs, les temps et les droits et devoirs qui définissent leurs rapports, ainsi que le moyen monétaire qui les rend possibles. Selon les différentes institutions, le principe de rentabilité financière, ou d'autres principes, comme la croissance et la lutte contre les inégalités, peuvent se distinguer conceptuellement et, dans les faits, être plus ou moins en conflit ou complémentaires. Ces différents principes s'inscrivent dans des logiques de légitimité politique des rapports financiers, concernant la justice de la distribution de ressources par les différentes institutions. Les changements dans l'organisation des rapports financiers depuis trente ans, au niveau mondial, ont déplacé et redessiné les rapports entre les Etats et les institutions non étatiques et la distribution des espaces d'application des différents principes. C'est autour de ces règles et de leurs principes que se développent les débats conceptuels et normatifs les plus hégémoniques aujourd'hui concernant la légitimité des Etats et des systèmes financiers. Pour aborder l'état de ces débats aujourd'hui du point de vue de ma recherche, il est nécessaire d'évoquer d'abord certaines évolutions depuis les années 70.

2) Les changements dans les rapports entre institutions de crédit et Etats depuis trente ans

La présentation des rapports financiers à partir des rôles simplifiés des Etats et des banques permet de saisir des processus qui sont à l'œuvre dans la finance aujourd'hui. Mais cette présentation correspond plutôt à une vision simplifiée de l'organisation de la finance internationale d'il y a plus de trente ans. Depuis, plusieurs évolutions ont eu lieu, qui n'ont pas éliminé le rôle fondamental des Etats et des institutions bancaires, mais les ont transformés. Pour comprendre l'espace problématique dans lequel se situe cette thèse, il est nécessaire de retracer quelques grandes lignes de certains des changements survenus un peu partout dans le monde depuis les années 70[24]. Ces lignes concernent l'essor de « marchés

[24] Il ne s'agit pas ici d'écrire en quelques paragraphes une « histoire de la finance », mais de mettre en relief certains enjeux considérés aujourd'hui par tous les acteurs comme fondamentaux, bien qu'étant encore en évolution. Par ailleurs, le terrain de recherche pour ce texte a été situé essentiellement à New York, Paris et dans

financiers » favorisant un rapport dit « désintermédié » de financement, en même temps que l'apparition de nouvelles définitions des fournisseurs de fonds, liées à de nouvelles tâches professionnelles dans ce qui est venu à être appelé « l'industrie financière ». Ce processus de transformation institutionnelle s'est accompagné d'une redéfinition des règles de distribution de ressources à travers les rapports de crédit.

Le processus de « désintermédiation » et la montée en puissance des « marchés financiers » : de nouvelles institutions et tâches professionnelles

À la sortie de la deuxième guerre mondiale, dans les pays d'Europe occidentale, aux Etats-Unis[25] et au Japon[26], le lien entre les banques et les Etats définissait les grandes lignes l'organisation de la distribution de ressources dans des rapports de crédit et d'investissement. Ce lien a changé fortement pendant les années 70 et 80, en partie au gré de transformations juridiques profondes.

Ces changements ont concerné les limites qui étaient imposées par les Etats aux institutions de crédit quant à leur participation aux marchés d'actions et d'obligations, aux produits qui pouvaient être négociés sur ces marchés, et aux activités financières des banques en général. Avec les changements dans les législations des différents pays pendant les années 70 et 80, de nouvelles institutions, appelées souvent « investisseurs institutionnels », parmi lesquels on compte les banques, mais aussi des fonds de pension et des fonds mutuels, sont entrées de manière massive dans l'investissement sur ces marchés financiers[27].

---

une moindre mesure à Londres. Je m'intéresserai donc essentiellement aux questions qui touchent de près un espace financier de plus en plus unifié que l'on peut désigner par les noms des territoires sous la juridiction des Etats-Unis, l'Union Européenne et le Japon, et par le concept flou des « aires d'influence financière » de ces Etats et des institutions qui y sont basées. Pour l'importance des activités financières des Etats-Unis sur le reste du monde, cf. par exemple Duménil, G., Lévy, D., 2004, « Le néolibéralisme sous hégémonie états-unienne », *art. cit.*, pour l'Europe, cf. Jeffers, J., 2004, « La place de l'Europe dans la valorisation mondiale des capitaux de placement financier », in *La finance mondialisée*, *op. cit.*, pp. 146-170. Historiquement, ces « aires » sont souvent définies par des centres financiers urbains avec des liens variables avec les Etats où ils se situent, cf. Germain, R. D., 1997, *The International Organization of Credit. States and Global Finance in the World-Economy*, Cambridge University Press, Cambridge, notamment pp. 33-74 et Leyshon, A., Thrift, N., 1997, *Money/Space. Geographies of Monetary Transformation*, Routledge, London and New York, 404 p.

[25] Cf. Thomas, J.-P., 1990, *Les politiques économiques au XXème siècle*, Armand Colin, Paris, pp. 95-135.

[26] Cf. Rubinstein, M., 2004, « Le Japon: du miracle économique à la débâcle financière », in *La finance mondialisée*, *op. cit.*, pp. 171-195.

[27] Auparavant, l'accès à la bourse en France était restreint aux seuls « agents de change », dont le monopole n'a été levé qu'en 1988 (cf. Goyeau, D., Tarazi, A., 2006, « Concurrence et mutations des marchés financiers en Europe », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, p. 20). Pour les évolutions générales en France, cf. Delaplace, M., 2006, « L'évolution du système de financement de l'économie en France depuis 1945 », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 3-10, pour les Etats-Unis cf. Montagne, S., 2006, *Les Fonds de Pension. Entre protection sociale et spéculation financière*, Editions Odile Jacob, Paris, pp. 89-96. Pour une récapitulation sommaire des changements législatifs aux Etats-Unis, Grande-Bretagne, Japon, France et Allemagne, cf. Drouin, M., 2001, *Le système financier international*, Armand Colin, Paris, pp. 101-102.

Ce mouvement est lié, aux Etats-Unis, à la loi Erisa de 1974, qui a placé les fonds de pension au centre d'un système de retraites par capitalisation en forte expansion[28]. D'importantes sommes ont été mises sous la gestion de ces fonds, qui les ont investies dans les actifs financiers classiques. A cette évolution s'est ajoutée, notamment aux Etats-Unis, mais aussi de manière très importante en France, la forte croissance de fonds d'épargne, comme les SICAV, OPCVM[29] et *mutual funds*[30], qui canalisent l'épargne des ménages vers les marchés financiers[31].

Par ailleurs, dans certains pays, comme en France, l'Etat avait un fort droit de regard sur les crédits accordés par les banques, en fonction des objectifs de croissance et de soutien à différents secteurs de l'économie. En France, pendant les années 80, cet « encadrement du crédit » a disparu, et les banques ont été peu à peu privatisées, procédant par la suite à des fusions et des stratégies d'expansion internationale[32]. Progressivement, de grandes institutions financières internationales se sont créées, présentes sur les marchés financiers du monde entier, investissant largement dans des actifs comme les actions et les obligations. Ces mouvements de capitaux étaient devenus plus faciles pour les institutions non étatiques avec la disparition progressive du contrôle des capitaux et des taux de change par les Etats, à partir des années 60-70, qui mit officiellement fin à une courte expérience de système monétaire international administré par les Etats à partir des accords de Bretton Woods[33].

---

[28] Cf. Montagne, S., *Les Fonds de Pension*, *op. cit.*

[29] Société d'Investissement à Capital Variable et Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. La part des investisseurs institutionnels dans le patrimoine financier des ménages français est passée de 10,4% en 1980 à 52,1% en 2004, alors que la part de l'épargne bancaire passait de 65,7% à 39,3% (cf. Séjourné, B., 2006, « Les circuits de collecte de l'épargne et son utilisation », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, p. 46).

[30] « Les actifs gérés par les fonds de pension [américains] s'élèvent aujourd'hui à plus de 8000 milliards de dollars […] Cette formidable croissance des caisses de retraite est relayée par le développement des organismes de placement collectif, les fonds mutuels, qui voient la valeur de leurs actifs multipliée par trois entre 1980 et 1987, puis par quatre entre 1990 et 1997, pour atteindre aujourd'hui plus de 5000 milliards de dollars » (Aglietta, M., Rebérioux, A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris, p. 19). En 2004, les investisseurs institutionnels résidents détenaient en France plus de 20% des actions émises par les entreprises, et plus de 40% aux Etats-Unis et au Royaume Uni (cf. Pansard, F., 2006 « Les investisseurs institutionnels et leur place sur les marchés financiers », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 58-63).

[31] L'afflux d'épargne et son organisation en « fonds d'investissement » peuvent être analysés comme le produit spécifique des structures juridiques du *trust*, de l'importance du secteur public, du rapport de forces dans les relations salariales et du phénomène démographique du *« baby boom »* aux Etats-Unis, notamment. Cf. Clark, G. L., 2000, *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press, Oxford, pp. 43-73.

[32] Cf. Delaplace, M., 2006, « L'évolution du système de financement de l'économie en France depuis 1945 », *art. cit*, Couppey-Soubeyran, J., Plihon, D., Saïdane, D., 2006, *Les banques, acteurs de la globalisation financière*, La documentation française, Paris, pp. 13-15 et Scialom, L. 2006, « Le paysage bancaire et ses mutations », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 11-16.

[33] Cf. Helleiner, E., 2005, « The Evolution of the international monetary and financial system », in Ravenhill, J. (ed.), *Globa Political Economy*, Oxford University Press, Oxford, pp. 151-175 et O'Brien, R., Williams, M., 2004, *Global Political Economy. Evolution and Dynamics*, Palgrave MacMillan, New York, notammen pp. 224-252.

À la fin des années 90 et au début des années 2000, les principales sources de financement des entreprises dans les pays de la zone Euro[34] et aux Etats-Unis[35], n'étaient plus les prêts directs par les banques, mais les fonds levés par l'émission d'actions ou d'obligations, vendues dans des marchés financiers. Les montants des actifs en cours dans ces marchés étaient devenus souvent plus importants que les produits bruts annuels de chaque pays, ce qui montre l'accumulation de ressources monétaires disponibles pour le financement par le biais de ces institutions[36]. Cette évolution a reçu le nom ambigu de « désintermédiation »[37]. Ce nom est censé désigner la disparition du rapport de crédit entre les banques et les débiteurs. Dans le schéma présenté plus haut, la banque émet des crédits à des débiteurs, qu'elle finance, sur le long terme, par les paiements de ces débiteurs. Elle prête à Jean avec l'argent que lui paie Paul. La désintermédiation implique que Paul prête directement à Jean. Ceci est vrai dans le sens où au lieu d'investir dans des entreprises avec l'argent recueilli à travers les dépôts de particuliers, les banques vont proposer à des particuliers d'acheter à leur nom propre des actions de ces entreprises en souscrivant par exemple à une SICAV. Le rapport de crédit « sans intermédiaire » est en fait réalisé par des employés qui gèrent des structures juridiques d'investissement contrôlées par des institutions financières, comme les SICAV ou les OPCVM. Le statut juridique des fonds de pension et des fonds mutuels aux Etat-Unis, qui s'étend progressivement en Europe, sous la forme du *trust*, implique que les intérêts des personnes qui confient les fonds, par exemple en cotisant pour leur retraite, sont respectés comme si l'institution n'avait pas d'intérêts propres. Cependant, ces mêmes status juridiques donnent de fait un contrôle aux institution de gestion de fonds pour tiers sur les ressources[38]. Les banques n'ont pas disparu, mais leurs rôles se sont transformés, avec l'apparition de nouvelles tâches professionnelles et de nouvelles institutions de gestion de fonds pour tiers.

[34] La part de l'endettement bancaire dans le financement des entreprises dans la zone euro est passée de 56% en 1980 à 30% en 2003 (cf. Jacoud, G., 2006, « Quels modes de financement pour les entreprises? », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, p. 45).

[35] Cf. Aglietta, M., 2001, *Macroéconomie financière 1. Finance, croissance et cycles*, Editions La Découverte, Paris, p. 27 et Aglietta, M., Rebérioux, A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, *op. cit.*, p. 19 : «[Aux Etats-Unis] en 1950, [les] fonds de pension et [les] fonds mutuels possédaient à eux deux moins de 3% des actions nationales ; à la fin des années 1990, près de 40%. Dans le même temps, le pourcentage d'actions nationales détenues par les compagnies d'assurance, les banques et les ménages passait de 95% à environ 55% ».

[36] De 1980 à 2001, la capitalisation boursière (montant total des actions cotées) en pourcentage du produit national brut (PNB) est passée de 50% à 152% aux Etats-Unis et de 8% à 103% en France (Aglietta, M., Rebérioux, A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, *op. cit.*, p. 16).

[37] Cf. Couppey-Soubeyran, J., Plihon, D., Saïdane, D., 2006, *Les banques, acteurs de la globalisation financière*, *op. cit.*, pp. 25 et ssq.

[38] Cf. Montagne, S., *Les fonds de pension*, *op. cit.*

La montée en puissance des « marchés financiers », où se retrouvent des employés d'institutions qui achètent et vendent des actifs financiers, est donc un changement dans la manière dont des ressources monétaires sont distribuées à travers des rapports de crédit et d'investissement. Cette transformation s'est accompagnée de la définition de nouvelles institutions et de nouvelles tâches professionnelles. Ces nouveaux acteurs sont généralement appelés des « investisseurs institutionnels »[39], terme qui désigne majoritairement des sociétés de gestion de fonds pour tiers, comme les fonds de pension et les fonds mutuels, souvent détenues par des banques ou des compagnies d'assurance[40]. Leur but explicite est de faire fructifier les ressources monétaires qui leur sont confiées par des particuliers, des entreprises, des fondations, des sociétés d'assurance ou d'autres entités, selon des contrats de gestion qui peuvent être très divers. Ces sociétés de gestion de fonds sont le plus souvent tenues par contrat d'accéder à de l'information financière produite par des entreprises indépendantes d'elles. Leur essor s'est accompagné de celui d'entreprises spécialisées dans la production d'information financière, comme les cabinets d'audit[41], les agences de notation[42] ou les *brokers*[43], souvent issues des anciennes maisons d'agents de change et reconverties au conseil en investissement. Par ailleurs, les banques ont investi de nouvelles activités commerciales dans l'« industrie financière », comme l'organisation de nouvelles émissions d'actions ou d'obligations ou de fusions et acquisitions[44], qui ont parfois une part importante dans leurs sources de revenus[45].

---

[39] Pour une typologie, cf. Jeffers, E., Plihon, D., 2002, « Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 29-42.

[40] Cf. Sauviat, C., 2004, « Les fonds de pension et les fonds mutuels: acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial », in *La finance mondialisée*, *op. cit.*, pp. 99-124.

[41] Cf. Sauviat, C., 2003, « Deux professions dans la tourmente. L'audit et l'analyse financière », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Epaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 21-40. et Ramirez, C., 2003, « Du commissariat aux comptes à l'audit. Les Big 4 et la profession comptable depuis 1970 », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Epaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 62-79.

[42] Cf. Sinclair, T., J., 2005, *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Cornell University Press, Ithaca and London, 186 p. et Capelle-Blancard, G., Couppey-Soubeyran, J., 2006, « Les agences de notation », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 70-77.

[43] Cf. Sauviat, C., 2003, « Deux professions dans la tourmente. L'audit et l'analyse financière », *art. cit.*.

[44] Ces activités sont généralement désignées par leur sigles en anglais : IPO (*Initial Public Offering*) et M&A (*Mergers & Acquisitions*).

[45] Pour prendre des exemples parlants, ces activités ont constitué respectivement 34% et 27% des revenus nets des deux plus grandes banques américaines, Citigroup et JP Morgan Chase (Les données sur les comptes sont celles publiées par les banques dans les rapports annuels de 2006, que l'on trouve dans leurs sites web. Pour le classement des banques, qui concerne l'année 2004, cf Couppey-Soubeyran, J., Plihon, D., Saïdane, D., 2006, *Les banques, acteurs de la globalisation financière*, *op. cit.*, p. 76.). Ces chiffres sont d'autant plus importants que, selon les données officielles du U.S. Census Bureau, les revenus aux Etats-Unis pour le secteur bancaire liés à ces activités sont en volume moindres que pendant la bulle Internet à la fin des années 1990 et en 2000 (cf. http://www.census.gov/svsd/www/services/sas/sas_data/52/2005_NAICS52.pdf).

Les « marchés financiers » sont devenus des organisations fondamentales pour une part importante des rapports de crédit dans le monde entier. Les grandes entreprises financières, comme les fonds de pension, les fonds mutuels, les banques ou les entreprises d'assurance, diversifient leurs investissements en les allouant à différentes classes d'actifs, dont les plus importantes sont les obligations et les actions. Ces investisseurs arbitrent entre ces différentes classes d'actifs selon des méthodes de calcul communes, qui font que les variations des prix des différentes classes sont liées. Comme la plupart des entreprises financières investissent dans les mêmes classes d'actifs, il y a une interdépendance entre les prix des classes d'actifs en même temps qu'une interdépendance des entreprises qui y investissent, puisque les variations des prix et des rendements les affectent toutes différemment. Par le biais des marchés financiers, toutes les entités accédant à du crédit sont elles aussi mises en relation d'interdépendance, car la capacité d'accès au crédit de chacune sera relative à celle des autres. Max Weber disait déjà en 1894 que les marchés financiers étaient des institutions dont le *« capitalisme mondial »* ne pouvait plus se passer, étant donné qu'ils permettaient un commerce international à distance et mettaient en lien des acteurs qui n'auraient pas pu échanger autrement[46], en *« liant chacun, avec d'innombrables fils, à d'innombrables autres »*[47]. Quelques années plus tard, en 1907, Georg Simmel décrivait les interdépendances dans le fonctionnement des marchés financiers avec des phrases qui serviraient pratiquement mot pour mot à décrire la situation aujourd'hui : *«* [La validité du cours de bourse]*, dans ce qu'elle signifie pour le marché, ne réside pas simplement dans les qualités intrinsèques de l'Etat ou de la brasserie, de la mine ou de la banque, mais dans leur relation à tous les autres contenus du marché ainsi qu'à la situation de ceux-ci. Ce n'est donc pas sans fondement objectif que par exemple de graves insolvabilités en Argentine pèsent sur le cours de la rente chinoise, bien que la sûreté de cette dernière ne soit pas plus altérée par un tel événement que s'il arrivait je ne sais quoi sur la lune »*[48].

De nouvelles règles de distribution des ressources monétaires

Si ces logiques sont semblables aujourd'hui, la place de la finance de marché dans la distribution de ressources est de fait beaucoup plus importante qu'à cette époque. Les règles de distribution des ressources ont été redéfinies, et continuent à l'être, par les nouveaux

[46] Cf. Weber, M., 1988 (1894), « Die Börse », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, pp. 256-257.
[47] Cf. *Ibid.*, p. 273 (ma traduction).
[48] Simmel, G., 1987 (1907), *Philosophie de l'argent*, tr. Cornille, S., Ivernel, P., Presses Universitaires de France, Paris, p. 403.

acteurs. Ces changements concernent les rapports entre les Etats et les institutions de crédit ainsi que les règles d'accès au crédit en général. Ces deux enjeux sont liés et doivent être compris ensemble. La régulation des pratiques financières à travers les marchés financiers a accompagné leur changement, parfois en le suivant, parfois en l'anticipant.

Les anciennes formes de régulation « autogérée » des marchés financiers se sont étendues en se transformant. Pendant les années cinquante et soixante, les marchés financiers n'étaient pas considérés comme un enjeu économique majeur par les instances étatiques[49]. Leur régulation était en bonne partie laissée aux entreprises membres des marchés, telles que les agents de change, ce qui avait été le cas parfois pendant un ou deux siècles. L'importance croissante des marchés financiers dans les rapports de financement s'est accompagnée d'une transformation de l'« autorégulation ». L'Etat demeure toujours plus ou moins extérieur à la définition des règles de comportement des personnes travaillant dans les marchés, et se contente souvent de transformer en loi les propositions issues des milieux professionnels[50]. L'autorégulation s'est par contre autonomisée et professionnalisée, et la production de normes est le fait d'employés des entreprises qui sont les grands acteurs, en termes de montants notamment, dans les marchés financiers[51]. Les règles officielles pour les acteurs dans les marchés financiers sont ainsi établies en partie dans des textes de lois votées par des Parlements, et en partie dans ceux qui sont institués par des instances de régulation aux statuts juridiques plus ambigus, comme les marchés financiers eux-mêmes. Le rôle des Etats, dans

[49] Evidemment j'efface ici des histoires financières très différentes d'un pays à l'autre, afin de clarifier les questions par rapport auxquelles se situe l'objet de cette thèse.

[50] L'interpénétration des Etats et des entreprises financières, par le biais des interconnaissances et de la circulation des personnes a accompagné ces mouvements. Rawi Abdelal analyse comment la « libéralisation » financière est le fruit d'activités d'activités de hautes fonctionnaires européens, notamment français, en Europe et d'une approche moins stricte de la dérégulation issue du lien entre le Trésor et les entreprises financières aux Etats-Unis. Cf. Abdelal, R., 2007, *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Harvard University Press, Cambridge, M.A., 304 p. Emiliano Grossman a montré comment le processus de régulation financière au niveau de l'Union Européenne est essentiellement guidé par des employés des administrations publiques (cf. Grossman, E., 2004, « Bringing potitics back in : rethinking the role of economic interest groups in European integration », *Journal of Euroean Public Policy*, Vol. 11, n°4, August, pp. 637-654). Les banques privées peuvent néanmoins faire jouer le niveau d'administration européen contre le niveau national (cf. Grossman, E., 2006, « Europeanization as in Interactive Process : German Public Banks meet EU State Aid Policiy », *Journal of Common Markets Studies*, Vol. 44, n°2, pp. 325-348). Deux exemples actuels de cette constitution mutuelle sont très significatifs, sans avoir de prétention représentative. Ainsi, l'actuel président de la plus grande banque privée française, BNP Paribas, Baudoin Prot, est un ancien haut fonctionnaire passé par l'Ecole Nationale d'Administration. L'actuel secrétaire du Trésor américain, Henry Paulson, était auparavant le *Chief Executive Officer* d'une des plus grandes banques d'investissement internationales, Goldman Sachs.

[51] Mitchel Abolafia analyse en détail les logiques de ce changement aux Etats-Unis dans les années 80, où les investisseurs institutionnels commencent à devenir prédominants dans la définition des règles de fonctionnement des marchés cf. *Making Markets*, *op. cit.*. Ces règles concernent les détails des échanges, ainsi que les identités des participants, dans un contexte de rapports de force entre différents groupes, et notamment l'opposition entre anciens « spécialistes » et nouveaux investisseurs institutionnels, avec la participation des institutions étatiques (cf. aussi Abolafia, M. 1998, « Markets as cultures: an ethnographic approach », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Markets*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 69-85).

les pays riches, est généralement cantonné aux règles qui sont censées permettre un fonctionnement des marchés proche des marchés théoriques néo-classiques : une égalité de tous les acteurs, dont le poids spécifique ne dépend que de leurs capacités monétaires (et pas de leur statut, par exemple) et une « transparence » informationnelle qui devrait permettre à tous les acteurs d'avoir toute l'information disponible en même temps[52].

Contrairement à ce qui se passait par exemple en France jusqu'au début des années 80, les Etats des pays riches n'ont plus le rôle de direction de la distribution de ressources monétaires en fonction de critères comme la croissance économique ou la lutte contre les inégalités de revenus. Ils peuvent encore influencer la distribution des ressources monétaires *via* leur influence sur le crédit bancaire, dont on a vu qu'il avait perdu du poids dans le financement en général, *via* leur politique budgétaire, et *via* la définition des taux d'intérêts de base, qui ont une influence assez immédiate sur les marchés des actions et des obligations. Mais les changements des dernières décennies se sont accompagnés d'une approche rigide des critères de définition des taux d'intérêt, souvent désignée sous le terme ambigu d'« indépendance » des banques centrales[53]. Aux Etats-Unis et dans la zone Euro, les banques centrales ne répondent pas immédiatement aux gouvernements, mais sont dirigées par des employés dont le statut est protégé par rapport à ceux-ci. Les politiques monétaires menées par ces employés répondent en partie à l'état économique général et en partie à ce qui se passe dans les marchés financiers. Elles ont des objectifs préétablis, que les gouvernements ne peuvent pas changer, comme la lutte contre l'inflation, en Europe, à laquelle s'ajoute, aux Etats-Unis, la recherche du plein emploi. Les règles de définition des taux d'intérêt sont ostensiblement floues, pour donner aux banques une meilleure capacité de réaction et, de fait, un certain pouvoir de surprise et de direction sur les marchés financiers. Les Etats se sont scindés entre un gouvernement avec une politique économique et des banques centrales qui lui échappent en bonne partie.

Par rapport aux années 60, les règles pratiquées par les acteurs dans les marchés financiers sont devenues plus déterminantes pour la distribution de ressources monétaires, en même temps que les pouvoirs des gouvernements se sont réduits. En simplifiant, on peut dire qu'au rapport plus ou moins intime qui liait une banque à son client, que ce dernier soit une entreprise, un particulier ou un Etat, s'est substitué le financement *via* des actifs vendus sur

[52] Pour la France, cf. Ruimy, M., 2006, « La régulation financière », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 34-39. Pour une critique de l'« autorégulation » comme manipulation, cf. Lejeune, R., 1986, « False security: deviance and the stock market », in Adler, P., Adler, P. A. (eds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, *op. cit.*, pp. 173-194.

[53] Pour une présentation sommaire de ce qui suit, cf. Patat, J.-P., 2006, « La Banque centrale », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 26-33.

des marchés financiers. Ce financement s'est accompagné de nombreuses procédures visant à permettre à tout bailleur de fonds d'avoir une vision sur le futur de son investissement, sans entrer en contact avec ceux qui lèvent ces fonds. Les employés des banques, à différents niveaux hiérarchiques, négocient un prêt avec un Etat, une entreprise ou un particulier en tenant des réunions où sont revues les variables censées affecter la rentabilité de l'opération pour les deux parties. Par contre, un particulier qui souscrit à un fond mutuel qui investit dans des actions cotées à Shanghai, et par ce biais participe au financement de ces entreprises, ne les connaît que par l'information « publique » qui circule à leur sujet entre les participants aux marchés financiers. De manière générale, l'approche par la rentabilité propre aux banques privées est devenue plus sophistiquée, accompagnée par une recherche académique spécialisée, reconnue par exemple par l'attribution de prix Nobel à certain de ses auteurs.

La distribution des ressources se fait dans ce cas à travers les nouveaux acteurs financiers décrits plus haut. La manière dont ils en définissent les règles, en lien avec les entités qui lèvent des fonds et celles qui les fournissent, modifie le rapport entre banques et Etats que j'ai décrit plus haut. Elle s'est accompagnée d'une transformation dans la distribution de ressources au sein des entreprises cotées en bourse, des Etats ou des collectivités locales dont la survie dépend parfois de l'accès aux fonds investis dans les marchés financiers[54]. Ces institutions ont développé de nouvelles méthodes de communication financière, et ont souvent modifié leurs organisations internes pour correspondre notamment aux critères des investisseurs institutionnels. Ces critères concernent la « transparence »[55] dans la déclaration des comptes des entreprises et, de manière plus fondamentale, l'orientation stratégique de leurs activités. Depuis les années 70 s'est imposée la règle selon laquelle les investisseurs devaient investir dans les entreprises dont les dirigeants orientaient la stratégie de manière à faire accroître la valeur des actions. La logique de ce qui est appelé la « valeur actionnariale » (« *shareholder value* ») a été mise en avant dans la transformation des grandes entreprises cotées en bourse aux Etats-Unis[56] et dans une moindre mesure en Europe[57] depuis vingt à trente ans, notamment pour les réductions

[54] Mampey et Serfati analysent par exemple l'importance que peuvent avoir les investissements dans les marchés financiers pour des secteurs politiquement sensibles comme la défense, cf. Mampaey, L., Serfati, C., 2004, « Les groups de l'armement et les marchés financiers : vers une convention « guerre sans limites » ? », in Chesnays, F. (dir.), *La finance mondailisée*, *op. cit.*, pp. 223-251.

[55] Cf. Grossman, E., Luque, E., Muniesa, F., 2002, « Economies through transparency », paper presented at the workshop « Organizing visions: the ambivalence of transparency in science, technology and politics », at the Department of Science & Technology Studies, Cornell University, April 19-21.

[56] Cf. par exemple Fligstein, N., 2001, *The architecture of markets. An economic sociology of twenty-first-century capitalist societies*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, pp. 147 et ssq.

[57] Cf. pour l'Europe en général cf. Jeffers, E., Magnier, V., 2002, « Le gouvernenment d'entreprise et les FIE au niveau international », in *La montée en puissance des fonds d'investissement*, *op.cit*, pp. 55-66. et Plihon, D.,

d'effectifs et de branches considérées comme peu productives ou trop diversifiées, les stratégies de fusions et acquisitions, les délocalisations et en général les politiques salariales. Ceci a eu des effets importants sur les rapports salariaux en général, et sur la place de l'Etat dans ces rapports[58].

Ces changements ont aussi concerné les politiques des Etats. Les Etats riches ont adopté des politiques de stabilité des prix, censées rassurer et attirer les investisseurs institutionnels, dont les critères de distribution des ressources monétaires ont eu des effets importants dans les pays plus pauvres. L'application par un grand nombre de gouvernements des pays pauvres, pendant les années 80 et 90, des programmes dits de *« restructuration »*, coordonnés par des institutions internationales comme le FMI et la Banque Mondiale, avait souvent pour but explicite, entre autres, de leur permettre d'accéder aux fonds d'investisseurs institutionnels des pays riches. Ces investisseurs conditionnaient leur participation, *via* les marchés financiers, à l'application de ces programmes. Les effets de leur application pour les populations de ces pays ont été parfois extrêmement forts, par exemple dans la réduction de l'investissement public et général dans la santé, l'éducation et les infrastructures[59]. Si, pendant cette période, ces Etats ont souvent été considérés comme soumis aux politiques imposées par le FMI et la Banque Mondiale en fonction des intérêts des investisseurs dans les marchés financiers, pendant les années 2000 certains de ces Etats ont utilisé leur accès au crédit à travers l'émission de bons d'Etat pour s'émanciper de la tutelle de ces mêmes organisations internationales[60].

Ponssard, J.-P., Zarlowski, P., 2002, « Conclusion: Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence », *Ibid.*, pp. 163-173. ; pour la France cf. Magnier, V., 2002, « L'évolution du gouvernement d'entreprise en France », *Ibid.*, pp. 67-76, Frison-Roche, M.-A., 2002, « Le droit français des sociétés entre corporate governance et culture de marché », *Ibid.*, pp. 77-92 et Mottis, N., Ponssard, J.-P., 2002, « L'impact des FIE sur le pilotage de l'entreprise », *Ibid.*, pp. 125-146 ; pour l'Allemagne cf. Gehrke, I., 2002, « Valeur actionnariale: le « rattrapage » de l'Allemagne », *Ibid.*, pp. 147-162.

[58] Cf. par exemple Mizruchi, M. S., Brewster Stearns, L., 1994, « Money, Banking, and Financial Markets », *art. cit.* ; Heilbron, J., 2003, « Le cours des actions. Evolution des régimes financiers et pouvoir des actionnaires », in *Repenser le marché. Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, L'Harmattan, Paris, pp. 79-108 ; Bourdieu, J., Heilbron, J., Reynaud, B., 2003, « Les structures sociales de la finance », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales, « Epaces de la Finance »*, 146-147, mars, pp. 3-7 ; Lordon, F., 2003, *Et la vertu sauvera le monde… Après la débâcle financière, le salut par l'« éthique » ?*, Raisons d'Agir, Paris, pp. 22-25 et 100-112 ; Chesnais, F., 2004, « Le capital de placement: accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques », in Chesnais, F. (dir.), *La finance mondialisée*, *op. cit.*, pp. 15-50 et Plihon, D., 2004, « Les grandes entreprises fragilisées par la finance », in Chesnais, F. (dir.), *La finance mondialisée*, *op. cit.*, pp. 125-145.

[59] Cf. par exemple Stiglitz, J., 2006, *Making Globalization Work*, Penguin Books, London, notamment pp. 211-244.

[60] Au début des années 2000, l'Argentine et le Brésil ont ainsi annulé leurs dettes avec le FMI grâce aux fonds qu'ils ont pu lever dans les marchés financiers, en émettant des bons d'Etat. Le gouvernement du Venezuela a acheté une partie importante de ces bons, pour affaiblir le FMI dans le continent. Ces opérations, dont le caractère géopolitique était explicite, se sont faites à travers les règles des marchés financiers. L'Etat vénézuelien a payé le prix du marché pour des titres dont il peut, potentiellement, se défaire en les revendant à des acheteurs anonymes.

Les règles de distribution de ressources monétaires à travers les marchés financiers ont eu des effets sur les pratiques d'épargne est d'investissement de nombreux particuliers, notamment dans les pays riches, où cette épargne et plus significative. La détention d'actifs financiers par des particuliers est devenue de plus en plus importante, et les marchés financiers sont présents de manière quotidienne dans la presse écrite et télévisée « grand public » et dans de nombreux discours politiques. Les stratégies d'investissement des grandes institutions financières privées dans l'immobilier et la capacité des banques à titriser leurs dettes aux particuliers, ont eu des effets non négligeables sur les pratiques financières de ces derniers, sur leurs rapports au crédit, à la consommation et à la propriété immobilière.

La configuration actuelle de la distribution de ressources monétaires met en rapport les Etats avec des institutions financières qui agissent souvent par le biais de « marchés financiers ». Ces institutions ne sont plus seulement des banques qui créent de la monnaie, mais des organisations qui investissent des fonds qui leur sont confiés par des acteurs divers, comme des particuliers, des entreprises, des fondations, etc.

La « désintermédiation » est une mutation des pratiques des institutions anciennement considérées « intermédiaires » et l'apparition de nouvelles institutions et de nouvelles tâches professionnelles. C'est par leur biais que sont mis en lien aujourd'hui l'épargne des particuliers, les retraites par capitalisation, les demandes de crédit des Etats et des entreprises cotées ou émettant des obligations, dans une distribution de ressources globale qui se fait selon des règles professionnelles particulières. Ces transformations impliquent des changements dans les légitimités politiques possibles de la régulation des rapports financiers, notamment en ce qui concerne le rôle des Etats par rapport à des « marchés » organisés en partie par des entreprises financières. Dans la suite de ce texte, j'explorerai les pratiques quotidiennes au sein de ces dernières, leurs procédures et les imaginaires qui les organisent. Ces imaginaires sont intégrés aujourd'hui dans un débat sur la légitimité de l'organisation financière mondiale, où sont mis en opposition l'Etat et les institutions financières non étatiques. L'objet de ce texte doit donc être compris à l'intérieur de cet espace problématique.

3) La finance contemporaine comme espace de pouvoir

Depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, aux Etats-Unis et en Europe de l'Ouest[61], un discours politique hégémonique a considéré pendant des décennies que l'Etat avait, plus qu'un droit de regard, un devoir non seulement de réguler, mais aussi d'orienter la distribution de ressources monétaires. Ce devoir concernait non seulement les rapports de crédit, mais aussi les rapports salariaux, la constitution d'un système de sécurité sociale et l'investissement dans « l'aide au développement » pour les Etats pauvres, souvent issus des vagues de décolonisation. La légitimité du pouvoir étatique était en partie constituée par son lien étroit et dominant avec un système financier essentiellement conçu à l'intérieur des cadres de l'Etat-Nation et en termes de relations internationales entre Etats[62].

Depuis les années 80, cet imaginaire du lien entre organisation financière et pouvoir politique est en train de changer, en partie en relation avec les changements évoqués plus haut. Les débats actuels sur la légitimité du système financier international considèrent les institutions financières, parmi lesquelles nous pouvons compter les Etats, comme étant dans une relation de pouvoir par rapport à l'ensemble de la population. Ce pouvoir est perçu comme légitime pour autant qu'il permet d'atteindre certains objectifs plus ou moins partagés par deux des trois approches plus importantes depuis la deuxième guerre mondiale, que l'on désigne comme « libérale » et « keynésienne »[63].

Le débat entre libéraux et keynésiens sur la légitimité de l'Etat et des « marchés financiers »

L'approche dite libérale insiste sur l'importance de la liberté de régulation des rapports financiers par les entreprises qui y participent. Orientées vers un profit monétaire durable, elles seraient les instances les plus flexibles et efficaces dans la distribution de ressources monétaires dans des rapports de crédit. Ceci serait dû au fait que leur existence même dépend de leur capacité à détecter et financer des projets économiques rentables. Le critère de rentabilité monétaire des projets à financer permettrait d'allouer les ressources économiques de manière plus efficace, en discriminant les projets selon leur viabilité en

[61] Je laisse de côté les expériences soviétique et apparentées, du fait qu'elles ne sont pas centrales dans les débats actuels ni dans la perspective que j'essaie de développer dans cette thèse.
[62] Cf. Thomas, J.-P., 1990, *Les politiques économiques au XXème siècle*, *op. cit.*, pp. 41-79.
[63] Dans les pages qui suivent, je ferai une présentation très abstraite, afin de mettre en relief des positions différentes. Cette typologie ne fait pas justice aux différences entre les auteurs regroupés dans chaque type, ni bien sûr à la sophistication d'arguments qui sont ici très simplifiés pour clarifier mon propos. Les approches marxistes, qui auraient eu une place importante dans cette présentation si elle avait eu lieu il y a trente ans, ne sont pratiquement plus présentes, ou alors de manière marginale, dans les débats théoriques et politiques sur le système financier. Je ne les reprends donc pas, d'autant plus que je ne les mobilise pas de manière fondamentale dans ma propre approche, même si j'aurai l'occasion de m'y référer pour des points particuliers.

termes de génération de profit. Les Etats, par contre, risquent d'être poussés par des critères autres que ceux du profit monétaire, et s'ils avaient un rôle central dans l'organisation financière, notamment en étant capables de canaliser concrètement le crédit, comme ce fut dans de nombreux pays le cas après la deuxième guerre mondiale, leur action se révèlerait inefficace du point de vue de la génération de profit monétaire. Cette dernière serait pourtant, selon l'approche libérale, la base d'une amélioration des conditions de vie de la population en général, *via* une « croissance économique » soutenable dans le long terme. Selon cette approche, ceci est vrai aussi en ce qui concerne les taux d'intérêt. L'« indépendance » des banques centrales s'est souvent accompagnée de discours expliquant le besoin d'empêcher les gouvernements d'utiliser les taux d'intérêts pour leurs projets politiques[64]. Selon l'approche libérale, la politique des taux d'intérêt, et à travers elle aussi celle du taux de change des devises, doit viser à maîtriser l'inflation et les valeurs commerciales des monnaies, afin de permettre aux entités qui agissent dans les marchés financiers et dans les relations commerciales d'avoir un horizon monétaire stable.

L'« autorégulation » des « marchés financiers » donnant lieu, historiquement, a des bulles et des cracks qui perturbent, au moins momentanément, la distribution de ressources monétaires, l'approche libérale prône généralement un rôle pour l'Etat dans les sanctions et la surveillance des règles[65]. Selon les différents points de vue, l'Etat doit aussi servir comme prêteur en dernier ressort, pour éviter des crises générales du crédit, ou doit par contre ne pas le faire, car ceci pousserait les entreprises à être moins prudentes qu'elles ne devraient[66]. Les changements des trois dernières décennies sont perçus de manière positive par cette approche, en ce qu'ils sont marqués par l'affaiblissement du pouvoir des Etats de diriger les rapports de crédit. La régulation, à un niveau mondial, devrait selon elle suivre le mouvement qu'elle semble avoir suivi jusqu'ici, c'est-à-dire celui d'une régulation à travers des institutions comme les marchés financiers[67]. Ceux-ci permettraient l'instauration de standards juridiques, déontologiques et techniques, répliqués de manière très semblable dans le monde entier par

[64] Cf. par exemple Guex, S., 2003, « La politique des caisses vides. Etat, finances publiques et mondialisation », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales, « Espaces de la Finance »*, 146-147, mars, pp. 51-61 et Bassoni, M., Beitone, A., « « Politisation » versus indépendance des autorités monétaires », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 31-32.

[65] Cf. Wolf, M., 2004, *Why Globalization Works. The case for the global market economy*, Yale University Press, New Haven and London, notamment pp. 58-76.

[66] Pour une histoire détaillée des deux positions autour de ce thème, cf Kindleberger, C. P., 2004 (1978), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, tr. Russell, G., Ullmo, P.-A.,Valor Editions, Hendaye, pp. 195 et ssq.

[67] Cf. Wolf, M., 2004, *Why Globalization Works*, *op. cit.*, pp. 278-304. Marqué par la crise asiatique de 1997, l'auteur recommande néanmoins de garder un certain contrôle sur les flux de capitaux à court terme, comme d'autres tenants de l'approche libérale, cf. Bhagwati, J., 2004, *In Defense of Globalization*, Oxford University Press, Oxford, pp. 199-207.

tous les acteurs, en s'appuyant sur le pouvoir de contrôle local des Etats et sur leur rôle dans les négociations internationales.

L'approche d'inspiration keynésienne donne par contre à l'Etat un rôle moteur dans la régulation des rapports financiers. Selon cette approche, le rôle fondamental de l'Etat dans la définition des taux d'intérêt de base définit, à travers le système du crédit, les conditions de la croissance économique dont dépend la qualité de vie des populations. Ce rôle fondamental n'est pas le seul. Les marchés financiers sont de fait organisés selon les intérêts d'entreprises dont les buts sont loin de les mener à une allocation efficace des ressources monétaires. Certains projets dont l'ensemble de la population a besoin sur des générations, comme les infrastructures ou l'innovation technologique, supposent l'accord de crédits avec un faible rendement monétaire sur un laps de temps trop long par rapport aux intérêts des employés d'entreprises qui pensent à leurs revenus sur cinq à dix ans, voire plus, mais rarement au-delà de leur propre génération[68].

Par ailleurs, le fonctionnement même des marchés ouvre inévitablement la porte à des dérapages qui sont récurrents. L'intérêt des marchés financiers, pour les créanciers et les débiteurs, est explicitement leur liquidité, c'est-à-dire le fait qu'un investisseur peut y verser des ressources monétaires ou les retirer de manière presque immédiate, et qu'un demandeur de ressources peut trouver des investisseurs plus souples, justement parce que ceux-ci savent qu'ils pourront, éventuellement, se détacher du rapport de crédit. Mais la liquidité des marchés financiers permet en même temps les pratiques spéculatives, qui ont des effets boule-de-neige, où chaque intervenant n'investit qu'en pensant à sortir avant que la bulle explose[69]. La canalisation du crédit en fonction de gains de court terme obtenus en jouant sur les variations des prix des actifs financiers, sans lien avec les activités qu'ils sont censés financer, a pour conséquence une mauvaise distribution des ressources monétaires. Les entreprises qui participent aux marchés financiers n'agissent qu'en fonction d'un profit financier à court ou moyen terme. Contrairement à l'approche libérale, l'approche keynésienne considère que les bulles et cracks ne sont pas une perturbation momentanée, mais au contraire l'exacerbation d'un fonctionnement général organisé autour d'objectifs qui ne permettent pas d'atteindre une bonne distribution de ressources[70]. Ceci aurait eu des effets néfastes dans la répartition des

[68] Cf. Aglietta, M., *Macroéconomie financière 1. Finance, croissance et cycles*, *op. cit.*, pp. 7-36 et 69-91.
[69] Pour une description de la récurrence de ce processus dans l'histoire qui, indépendamment des mesures de régulation des marchés, serait dû au respect pratiquement religieux des mécanismes de marché (*« markets in our culture are a totem »*,) cf. Galbraith, J. K., 1994, *A short history of financial euphoria*, Penguin Books USA Inc., New York, p. 24.
[70] Cf. Aglietta, M., *Macroéconomie financière 1. Finance, croissance et cycles*, *op. cit.*, pp. 37-68 et Orléan, A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris, pp. 31-59.

revenus entre salariés et détenteurs de capitaux dans les entreprises qui ont modifié leurs rapports salariaux pour accéder aux ressources monétaires fournies dans les marchés financiers[71]. La volatilité de ces derniers serait aussi une perturbation indue de la distribution de ressources par les systèmes de retraites par capitalisation, devenus majoritaires aux Etats-Unis[72].

Le rôle des Etats serait non seulement de canaliser le crédit *via* les marchés financiers en jouant sur les taux d'intérêt, mais aussi d'orienter le crédit et la dépense budgétaire en fonction d'objectifs que les acteurs des marchés financiers sont incapables de prendre en compte et de mener à bien. Par rapport aux changements dans la place des Etats dans les rapports financiers mondiaux, les approches néo-keynésiennes insistent sur le besoin de créer des institutions semblables à celles des Etats, mais à un niveau mondial, afin non seulement de coordonner les rapports financiers, mais aussi de les réguler et de les orienter vers une meilleure distribution des ressources monétaires[73]. Les tenants de cette approche proposent d'utiliser des structures interétatiques comme le FMI, qui seraient à rénover, afin de lutter contre les inégalités flagrantes dans l'accès aux ressources monétaires et à la qualité de vie à un niveau mondial, notamment entre pays riches et pays pauvres. Dans ces derniers, en effet, les entreprises, les particuliers et parfois les Etats sont exclus des marchés financiers internationaux, dont ils subissent pourtant les conséquences parfois de plein fouet, par exemple du fait des variations des prix des devises et des matières premières.

La légitimité des institutions financières et la distribution de ressources comme rapports de pouvoir

Ces deux approches, extrêmement simplifiées ici, voient les marchés financiers et les Etats comme des institutions plus ou moins complémentaires dans la distribution de ressources monétaires à un niveau global. Par contre, les légitimités de ces institutions sont inversées dans chaque approche. Pour l'une, les entreprises s'autorégulant sur les marchés financiers sont plus légitimes que les Etats, parce qu'elles assurent la distribution de ressources la plus efficace et bénéfique pour le grand nombre à long terme. Pour l'autre, les

[71] Cf. Montagne, S., 2000, « Retraite complémentaire et marchés financiers aux Etats-Unis », *L'année de la régulation*, vol. 4, pp. 13-45.
[72] Cf. Blackburn, R., 2002, « The Enron Debacle and the Pension Crisis », *New Left Review*, n° 14, Mar.-Apr., pp. 26-51.
[73] Cf. Aglietta, M., 2001, *Macroéconomie financière 2.Crises financière et régulation monétaire*, Editions La Découverte, Paris, pp. 61-64 et 108-110, Boyer, R., Dehove, M., Plihon, D., 2005, « Contemporary financial crises : between newness and repetition », tr. Rosen, M., *Issues in Regulation Theory*, April, pp. 1-6 et Plihon, D., 2006, « Instabilité financière et risque systémique: l'insuffisance du contrôle macroprudentiel », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 85-90.

mêmes raisons poussent à considérer que la légitimité se situe dans des institutions politiques, où les objectifs de distribution de ressources financières sont décidés, idéalement, par voie démocratique et sur le long terme, celui de l'Etat et des rapports intergénérationnels dans une population donnée, dont il censé représenter et soutenir les intérêts[74].

Présentées ainsi, les deux approches mobilisent une image de la légitimité qui correspond à celle qu'utilise Max Weber pour décrire certains rapports de domination. Pour Weber, la légitimité d'une action est celle qui se produit quand, dans un rapport de forces, un acteur accepte la décision d'un autre en y voyant la réalisation d'une valeur morale que l'acteur qui obéit considère comme sienne[75]. Le débat entre libéraux et keynésiens a comme point commun l'idée que la distribution de ressources monétaires est le fait d'institutions qui sont dans un rapport de pouvoir par rapport à la population en général, et dans un rapport de forces entre elles, qui n'exclut bien sûr pas la collaboration. Le rapport de pouvoir qui fonde les marchés financiers comme les Etats, dans leur rapport à la finance, serait plus ou moins légitime selon qu'il permettrait de rendre effectives les valeurs d'efficacité économique, de qualité de vie digne, de justice dans les inégalités au sein de la population, à l'intérieur des frontières des Etats-Nation ou dans le monde dans son ensemble.

Ces approches, véhiculées par les acteurs qui font, au quotidien, les institutions qui y sont mises en question, font de ces mêmes institutions, sans surprise, un horizon plus ou moins indépassable de tout questionnement sur les rapports financiers globaux. D'autres approches, moins hégémoniques du point de vue des discours politiques, proposent des régulations de la distribution de ressources monétaires différentes. On peut ainsi évoquer les pratiques de monnaies communautaires, renforcées aujourd'hui par leur utilisation des technologies de l'information apparues dans les vingt dernières années, qui proposent justement de se dégager des rapports de pouvoir sur lesquels se basent les institutions comme l'Etat et les marchés financiers. Pour ces approches, plutôt que d'accepter d'entrer dans un rapport d'obéissance et de dépendance par rapport à ces institutions qui monopolisent la distribution légitime de ressources monétaires dans des rapports de crédit, chaque individu peut, en s'organisant avec d'autres, participer à la création de monnaie, telle qu'elle a été décrite pour les banques plus haut. Cette création de monnaie se baserait non sur le pouvoir de sanction de l'Etat et le monopole de l'accord de crédit des banques, mais sur les rapports de confiance créés à l'intérieur de groupes constitués pour rendre ces mêmes rapports

[74] Cf. Aglietta, M., Rebérioux, A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, pp. 333-363.
[75] Cf. Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société 1*, tr. Freund, J., et alii, Editions Plon, Paris, pp. 64-78 et 95-96.

possibles[76]. Les expériences de monnaies communautaires, électroniques ou non, sont extrêmement peu étendues pour les considérer comme un élément actif dans le rapport actuel entre marchés financiers et Etats, y compris au niveau du débat théorique dominant. J'en fais mention ici parce qu'elles permettent de rappeler, par des expériences concrètes, les rapports de pouvoir sur lesquels se base la discussion sur la légitimité des institutions financières, qui constitue l'espace problématique dans lequel je voudrais situer l'objet de cette recherche.

Une approche anthropologique des pratiques dans la finance contemporaine ne peut que se situer par rapport à ces débats, non seulement parce qu'ils orientent les pratiques réglementaires, mais aussi parce qu'ils sont constitutifs des imaginaires, des procédures, des justifications et des stratégies des acteurs eux-mêmes, de manière plus ou moins fragmentaire, cohérente, moralisante ou indifférente, selon les cas. Comme on le verra par la suite, les approches libérales sont fondamentales dans l'organisation quotidienne des entreprises que j'ai pu observer, à travers leur importance dans les modèles d'évaluation et d'investissement et dans les légitimités professionnelles qui stabilisent leur application. Analyser les pratiques des professionnels de la finance contemporaine, les imaginaires qui les organisent et les légitiment, est alors une manière d'éclairer le rapport politique qu'elles établissent à travers les rapports financiers. Ce rapport, souvent présent dans les concepts qui définissent les procédures, met à mal une compréhension du politique en termes de citoyenneté par rapport à un Etat-Nation. Les rapports financiers sont organisés par les entreprises financières observées, sur l'espace géographique global. Les procédures à travers lesquelles des ressources sont distribuées définissent des instances ayant des droits et des devoirs définis par un intérêt et un pouvoir monétaires dans la participation à l'échange. La finance contemporaine est un espace de pouvoir global avec des logiques de légitimité particulières, observables dans le quotidien des personnes qui rendent les rapport financiers effectifs. Son analyse du point de vue d'une anthropologie politique permet alors de penser le global comme horizon politique de sa régulation, qui doit prendre en compte les imaginaires financiers spécifiques qui organisent et légitiment, du moins dans la cohérence des procédures, la distribution de ressources financières contemporaine.

[76] Cf. Servet, J.-M., 1999, *Une économie sans argent. Les systèmes d'échange local*, Editions du Seuil, Paris, 349 p., Hart, K., *The Memory Bank. Money in an Unequal World*, *op. cit.*, pp. 280 et ssq., Hart, K., 2005-2006, « Richesse commune: construire une démocratie économique à l'aide de monnaies communautaires », in Blanc, J. (éd.), *Exclusion et liens financiers: Monnaies sociales, Rapport 2005-2006*, Paris, Economica, pp. 135-152, Zelizer, V., 1998, « The proliferation of social currencies », in *The Laws of the Markets*, *op.cit.*, pp. 58-68, 1998 et Zelizer, V., 2005, « Circuits within Capitalism », in Nee, V., Swedberg, R. (eds.), *The Economic Sociology of Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, pp. 289-322.

Le reste de cette introduction va être une tentative de clarifier quelques grandes lignes méthodologiques et conceptuelles qui me sont apparues parfois à la fin de la recherche de manière rétrospective et parfois dès le début. Elles me semblent permettre de développer une anthropologie politique des pratiques financières, en me dégageant de l'inévitabilité d'un horizon marqué par l'alternative entre, d'une part, la légitimité alternative des marchés financiers ou de l'Etat, et de l'autre la négation par principe de ces institutions. Ceci suppose de situer l'espace conceptuel où se stabilise la notion de rapport de crédit à travers des ressources monétaires, c'est-à-dire de situer conceptuellement le réel que je propose et me donne dans ce texte. Cela suppose aussi de situer la notion de pouvoir, en distinction avec les les justifications philosophiques ou morales d'une part des des Etats-Nation et d'autre part de la régulation des relations sociales par les rapports marchands selon les approches libérales. Ceci devrait permettre de dessiner l'horizon pratique dans lequel ce texte cherche à se situer. Je présenterai d'abord les terrains parcourus et observés, ce qui permettra de cerner empiriquement l'objet de la thèse dans l'espace problématique que je viens d'esquisser (B). Je clarifierai ensuite les questions méthodologiques et conceptuelles que ces terrains permettent, concernant les rapports de crédit et de pouvoir, et à travers lesquelles se stabilise la description dans le reste du texte (C).

B) Terrains de recherche

Les observations de terrain et les entretiens sur lesquels se base ce texte ont été réalisés pour la plupart dans les bureaux d'entreprises qui font partie des nouvelles institutions financières. Les régularités pratiques que j'ai pu observer concernent les nouvelles tâches professionnelles dont je viens de décrire l'apparition en les situant dans un espace problématique qui s'est constitué en partie avec elles. Je les situerai d'abord dans mon propre parcours, qui en a défini certains contenus et certaines limites (1). J'analyserai ensuite comment les différents moments de l'expérience de terrain se situent dans l'espace problématique décrit plus haut (2), en voyant comment il s'agit de l'observation de pratiques qui participent de la distribution globale de ressources à travers la gestion de fonds pour tiers, ce qui donne une première stabilité à l'objet de ce travail (3).

1) Parcours de recherche

Etant né en Argentine en 1974, les changements que je viens de décrire concernant la distribution de ressources monétaires globales à travers les rapports financiers ont accompagné et affecté ma vie entière. Ayant vécu en Argentine jusqu'en 1990, j'ai pu vivre la fragilité des rapports monétaires à travers des dévaluations, des changements de monnaie, des tentatives infructueuses de fixer les cours de change sur les marchés de devises et des taux d'inflation annuelle à trois chiffres. J'ai aussi vécu de façon très intime la violence politique qui peut accompagner les disparités dans la distribution des ressources et leur lien à des luttes de pouvoir qui à l'époque, sous le nom de « guerre froide », embrasaient le monde entier, tout en le réunissant dans un même horizon pratique.

J'ai commencé mes études à l'Institut d'Etudes Politiques de Paris en septembre 1994. Deux ans auparavant, les activités d'un *hedge fund* dirigé par Georg Soros contre la livre sterling avaient été considérées comme ce qui avait forcé le gouvernement du Royaume-Uni à sortir sa monnaie du Système Monétaire Européen et à la dévaluer, tout en offrant un gain de près d'un milliard de dollars US au spéculateur. Les discussions de l'époque pendant les cours, dans mes lectures, dans les couloirs, autour des machines à café, mais aussi dans les discours politiques, tournaient autour du fait que « la finance » était devenue un pouvoir

imposant ses règles à des gouvernements qui, jadis très puissants, n'avaient dorénavant qu'une très faible marge de manœuvre en politique économique.

Je suivais avec assiduité les cours d'économie, comme je l'avais fait auparavant, en les prenant comme option pendant mes années de lycée et ensuite comme élève dans une Hypokhâgne S. En même temps, mon intérêt pour les questions politiques et les concepts et méthodes des sciences sociales comme l'anthropologie, la sociologie, la psychologie sociale et la science politique m'éloignait de ce que je percevais comme un certain formalisme des discours académiques en économie. Je percevais ces derniers comme marqués par un évitement du questionnement sur le lien entre rapports économiques et rapports de pouvoir, et comme étant trop sûrs de la stabilité d'un objet économique, qui aurait ses propres logiques, distinctes de celles du reste des rapports sociaux. Un DEA en Anthropologie Sociale, sous la direction de Michèle de La Pradelle à l'EHESS sur un marché de rue à Paris, en 1997-1998, m'a stabilisé dans une démarche consistant à intégrer des logiques de calcul des marges dans les rapports d'échange avec de la monnaie dans la multiplicité des régularités des pratiques quotidiennes. C'est ainsi que je me suis orienté vers l'analyse de ce qui, à la fin des années 90, me semblait une des questions politiques plus pressantes, le « pouvoir de la finance », tout en cherchant à mobiliser les méthodes et concepts des sciences sociales basées sur l'observation participante et la description des pratiques quotidiennes. En même temps, je ne voulais pas laisser de côté la recherche conceptuelle, qui pour moi informait le questionnement méthodologique, ni la vision d'ensemble des rapports financiers, telle qu'elle apparaissait dans les analyses économiques. Après un Master en philosophie à la New School for Social Research à New York, qui m'a permis de resituer certains concepts des sciences sociales dans des enjeux éthiques classiques en philosophie[77], j'ai commencé à chercher un stage « dans la finance ». C'était le point de départ de mon expérience de terrain, au début de l'année 2002.

2) Terrains

J'ai commencé à chercher un stage dans la finance à New York début 2002. Ce que je proposais à mes potentiels futurs employeurs était de travailler gratuitement pour eux en

[77] Entre 2002 et 2005, j'ai écrit un mémoire pour ce programme, sur l'éthique des sciences sociales dans les écrits de Max Weber, et son rapport à Nietzsche et Kant. Max Weber a marqué mon parcours dans cette recherche. Sa mobilisation dans le présent texte me semble justifiée parce qu'il s'est posé directement des questions sur les rapports financiers au sein d'une sociologie de l'action, et parce qu'il l'a fait sans jamais laisser de côté une importante réflexivité éthique et méthodologique.

apprenant avec eux et en ayant la liberté d'utiliser l'expérience pour ma thèse. L'idée de faire une thèse en anthropologie sur la finance et de vouloir travailler sans être payé, avec peu de formation, était généralement prise avec beaucoup de circonspection. À travers des connaissances personnelles, j'ai contacté différents professionnels, qui ont eu de manière générale une attitude sceptique. Une première piste a été de travailler comme analyste financier dans le secteur des pays dits « émergents ». J'ai contacté un analyste senior qui m'a dit de lui écrire quelques analyses sur l'Argentine et le Venezuela, pour les montrer à ses supérieurs et voir si je pouvais être embauché. Ces deux pays étaient considérés comme problématiques à l'époque, et j'étais censé avoir une sensibilité particulière pour les analyser, ayant fait des « études en sciences politiques » (Science Po en tant que tel était inconnu pour mon interlocuteur, qui avait grandi en Argentine) et du fait que j'avais grandi en Argentine et que l'espagnol était ma langue maternelle. J'ai donc passé des semaines à lire et écrire des analyses sur l'Argentine, sans arriver à me faire embaucher. Mon interlocuteur m'expliqua que le fait que je veuille travailler gratuitement n'avait pas beaucoup d'importance. Étant donné que la location des deux ou trois mètres carrés qu'occuperait le bureau qui me serait alloué coûtait à elle seule plusieurs milliers de dollars par mois, il fallait que je montre que je pouvais faire gagner de l'argent à mon employeur immédiatement. Un autre interlocuteur m'expliqua qu'il avait été embauché alors qu'il faisait un doctorat en physique dans le très prestigieux Massachussets Institute of Technology. Son employeur ne voyait pas l'intérêt qu'il finisse ses études, ce qu'il a dû faire en rédigeant sa thèse pendant les week-ends. Il exprima la difficulté de ma position de manière véhémente: *« No one gives a fuck about Lévi-Strauss in financial markets ! What people need to know is how you are going to make them make money »*[78].

Après d'autres contacts encore plus infructueux, où les professionnels me disaient par téléphone ou par e-mail qu'ils n'avaient pas le temps de me rencontrer, j'ai contacté, à travers la même connaissance personnelle, une compagnie de *brokerage* française basée à New York, que j'appellerai Brokers Inc.[79]. Le fait que mon contact était leur client et que dans mon CV il y avait le diplôme de Science Po, semble les avoir convaincus de me rencontrer. Par ailleurs, contrairement à d'autres compagnies, ils avaient quelques bureaux

[78] « Personne en a rien à foutre de Lévi-Strauss dans les marchés financiers ! Ce que les gens veulent savoir c'est comment tu vas leur faire gagner de l'argent ». Je ne lui avait pas parlé de Lévi-Strauss, mais je lui avais dit que je faisais une thèse en anthropologie.

[79] Tous les noms dans ce texte ont été changés, sauf ceux de compagnies ou de personnes reconnues publiquement et avec lesquelles je n'ai pas eu de contact personnel pendant la recherche.

libres, et comme j'ai pu le constater plus tard, leur directeur comptait m'utiliser dans son conflit avec leur compagnie mère basée à Paris.

Le terme anglais *broker* indique l'intermédiaire dans une transaction. Ce rôle est encore réalisé par des compagnies comme Brokers Inc., et rappelle leur lien avec les anciens agents de change, qui détenaient le monopole d'accès aux marchés financiers. Mais l'activité principale de Brokers Inc., selon ses employés et ses dirigeants, était la vente d'analyse financière. Cette analyse était produite en France, dans sa maison mère, et vendue à des investisseurs en Europe et aux Etats-Unis. La compagnie basée en France s'était spécialisée dans l'analyse d'entreprises cotées dans les bourses européennes, et notamment d'entreprises françaises. Brokers Inc., située à New York, était une filiale de 25 personnes dont le but était de vendre cette analyse à des investisseurs institutionnels basés aux Etats-Unis. Des « vendeurs » (cinq personnes) contactaient parfois chaque jour, parfois moins souvent, des dizaines de « gérants de fonds », employés d'entreprises de gestion de fonds pour tiers, et leur fournissaient de l'information sur les entreprises analysées par des analystes basés à Paris. Les vendeurs y ajoutaient leurs interprétations, des informations supplémentaires, et leurs manières personnelles de présenter et agencer les données. Une équipe plus petite, de deux vendeurs et trois analystes basés à New York, produisait et « vendait » de l'information financière sur des compagnies cotées aux Etats-Unis à des gérants de fonds basés en Europe, notamment en France et en Suisse.

Brokers Inc. avait été créée à la fin des années 90, par un petit groupe de professionnels qui avaient commencé à travailler comme analystes financiers et « vendeurs » à la fin des années 80 et au début des années 90. Elle avait accompagné l'essor des marchés financiers en France et, depuis le milieu des années 90, celui de la présence des investisseurs institutionnels américains dans les marchés financiers européens. En participant, en tant que petit acteur, au développement de l'analyse financière selon les logiques de la valeur actionnariale, Brokers Inc. faisait partie de ces nouvelles institutions apparues dans les trente dernières années, à travers lesquelles les rapports financiers se sont transformés de manière globale. Les analyses financières, produites par des analystes et retravaillées par les vendeurs, font partie du nouvel imaginaire du rapport financier et de sa légitimité tel qu'il s'est constitué pendant cette période. Observer les pratiques à Brokers Inc. était pour moi autant une façon de comprendre les logiques quotidiennes des employés des compagnies de *brokerage* et de gestion de fonds, que de voir comment les manières d'évaluer l'activité économique, au quotidien, étaient constitutives d'une certaine distribution de ressources qui parcourait le monde entier.

Quelques mois après la fin de mon stage à Brokers Inc., le vendeur senior dont les clients étaient basés en France et en Suisse me mit en contact avec une de ses clientes, gérante de fonds dans une grande banque française, que je nommerai la Compagnie Universelle, basée à Paris. En mai 2003, j'ai rencontré Julie, une gérante de 27 ans (j'en avais 28), accompagnée de Charles, la cinquantaine passée, dans un café près de la Porte Maillot à Paris. Julie gérait un *hedge fund* pour la Compagnie Universelle, dont elle avait développé les règles d'investissement avec la collaboration de Charles, qui y avait travaillé comme consultant externe pour développer des techniques d'investissement innovantes.

La plupart des gérants de fonds d'investissement, en Europe et aux Etats-Unis, suivent des règles d'investissement désignées par le nom de « *buy and hold* ». L'idée générale est que le gérant analyse un actif singulier de manière approfondie, par exemple une entreprise cotée en bourse, à partir de diverses sources d'information, parmi lesquelles on trouve les *brokers*. Avec ces informations, il décide d'acheter une certaine quantité d'actions de cette compagnie, en considérant que le prix de l'actif augmentera sur le moyen terme, par exemple en un an ou deux. Cette augmentation est censée suivre la bonne performance, en termes de rentabilité, de l'activité économique dont l'actif, par exemple l'action, est une part de propriété. Les *hedge funds* sont des fonds qui, d'une manière ou d'une autre, ne suivent pas cette stratégie. Ils sont désignés souvent sous le nom de *« gestion alternative »*, par rapport à la gestion *« classique »* ou *« traditionnelle »*. Les fonds sous gestion dans des *hedge funds* dans le monde entier constituent une part très faible du total des fonds gérés par des investisseurs institutionnels. Ils sont néanmoins marqués par un imaginaire qui les lie à la spéculation, le manque de règles, voire de morale, et les gros bénéfices. Cet imaginaire se base, en partie, sur des figures mythiques, comme celle de Soros que j'ai décrite plus haut.

Les *hedge funds* existent, sous cette dénomination, depuis des décennies, notamment aux Etats-Unis. En France, ils ont commencé à se développer de manière visible dans les années 90, et surtout dans les années 2000, alors que la législation continuait à les limiter. Julie avait eu son poste dans le cadre de cette expansion, menée par toutes les grandes banques et les investisseurs institutionnels français de grande taille à la même époque. Après de forts conflits avec ses supérieurs, elle quitta la Compagnie Universelle et décida, avec Charles, de développer une activité de *hedge fund* indépendante, à partir de l'entreprise de conseil financier de ce dernier, Hedge Consulting.

J'ai commencé à travailler avec l'équipe au moment où Julie quittait son poste. Alors que j'espérais pouvoir observer l'activité des employés de la Compagnie Universelle à La Défense, je me suis retrouvé avec Julie et Charles à chercher de potentiels clients. J'ai pu

observer leurs stratégies de commercialisation et leurs activités d'innovation financière, les unes informant les autres. Leurs clients potentiels étaient des investisseurs institutionnels de taille moyenne dirigés par des personnes que, dans de nombreux cas, Charles avait croisées à un moment de sa carrière dans la finance. L'équipe cherchait à savoir ce qui pouvait les intéresser comme technique d'investissement innovant. Dans ce dessein, nous avions des entretiens avec différents professionnels, à qui nous posions des questions sur leurs intérêts pour les *hedge funds*, et avec qui nous testions les idées de règles d'investissement que Julie et Charles étaient en train de développer. Mon rôle était de mener ou d'accompagner ces entretiens, et de produire une *« vision d'ensemble du marché des* hedge funds *»*, en étudiant de la documentation, de sources très diverses, sur leurs activités aux Etats-Unis, en Europe et en France. Cette vision devait informer la stratégie de l'équipe et nous permettre de produire un livre d'introduction, qui aurait pour but à la fois de rendre les *hedge funds* compréhensibles pour des professionnels qui ne les connaîtraient pas et d'affirmer l'équipe comme une référence en la matière.

Sur le moment, je sentais que l'équipe avait un futur incertain et je craignais pour le contenu de ma recherche. Plus tard, lors de mon troisième stage, j'ai rencontré d'avantage de professionnels travaillant dans des *hedge funds* et j'ai compris que l'activité de Hedge Consulting était intéressante en ce qui concernait les pratiques d'innovation dans la finance contemporaine. Les *hedge funds* étaient considérés par beaucoup comme une « mode » et les investisseurs institutionnels commençaient à les développer et à les commercialiser auprès du grand public. Si l'approche *buy and hold* était et reste majoritaire, les *hedge funds* étaient présentés comme un ensemble de techniques nouvelles qui promettaient des profits plus élevés et dont certains tenants annonçaient un effet révolutionnaire sur l'industrie financière en général. Les observations à Hedge Consulting me permettaient de comprendre le quotidien d'un travail d'innovation financière, avec ses moments d'exploration technique, de recherche d'images qui permettent de placer quelque chose comme « nouveau » parmi ce qui est désigné comme « classique », dans un espace comme celui de la finance contemporaine qui était en transformation depuis trente ans. Mais je n'ai compris cela qu'après mon troisième et dernier stage, qui me permit, peut-être aussi parce que je commençais à accumuler une certaine expérience, de regrouper mes observations passées en voyant comment elles pouvaient être toutes réunies dans une même stratégie commerciale par une seule entreprise.

Après un peu plus de quatre mois de travail avec Hedge Consulting, je cherchais un stage auprès d'un investisseur institutionnel de plus grande taille, où je pourrais observer des interactions dans un cadre organisationnel vaste. La position marginale de Hedge Consulting

me faisait craindre de ne pas développer une compréhension de logiques étendues à la plupart des acteurs, mais seulement une vision minoritaire qui ne me permettrait pas de communiquer avec les enjeux que j'ai développés au début de cette introduction. Charles m'avait promis lors de nos premières rencontres de me trouver un stage auprès de ses connaissances, mais ceci n'a pas pu se réaliser, ses contacts ne semblant pas intéressés par ce que je pouvais leur proposer. J'arrêtai de travailler avec Hedge Consulting pour me remettre à lire et songer à comment réorienter ma recherche. Je désespérais un peu, sentant que si je continuais à travailler à Hedge Consulting je ne pourrais pas aller ailleurs, mais que si j'en sortais, je n'aurais plus de prise avec le milieu professionnel où je voulais m'insérer pour finir ma recherche. Une connaissance de mon année d'hypokhâgne m'a alors appris qu'un de ses amis était gérant de fonds auprès d'un grand investisseur institutionnel et qu'il cherchait un stagiaire. J'avais quitté Hedge Consulting en septembre 2003 et rencontrai Bastien en février 2004. Après avoir craint de ne plus pouvoir observer des professionnels de la finance au quotidien, je me trouvais au treizième étage d'une tour à La Défense, embauché par une multinationale investissant plusieurs centaines de milliards d'euros dans tous les actifs existant dans la finance contemporaine, et dont les activités impliquaient des milliers d'employés dans le monde entier.

Acme SA était une entreprise de gestion de fonds pour tiers. Ses clients étaient d'autres entreprises, notamment des entreprises d'assurances, mais aussi de grandes multinationales qui lui confiaient leur trésorerie, des banques, etc. Les fonds que géraient les employés d'Acme provenaient donc de sources diverses, essentiellement de compagnies basées en Europe. Les gérants de fonds d'Acme investissaient cet argent dans une grande quantité d'actifs très différents, comme les actions, les obligations, les matières premières, les dérivés de crédit, les *hedge funds*, l'immobilier, les entreprises non cotées (activité appelée « *private equity* »), entre autres, dans les pays riches et dans ceux dits « émergents ». Ces actifs étaient parfois achetés et vendus dans des « marchés financiers », comme pour les actions, les obligations ou les matières premières, et parfois échangés dans des réseaux professionnels, comme pour les dérivés de crédit ou les *hedge funds*, ou encore en dehors des circuits professionnels de l'industrie financière, comme pour l'immobilier ou les entreprises non cotées.

Dans la stratégie d'investissement d'Acme, tous ces investissements étaient comparés et des équipes, situées en haut de la hiérarchie des employés, décidaient des montants investis dans chaque actif, ce que l'on appelle l'*« allocation d'actifs »*. Comme pour le reste des grandes compagnies de l'industrie financière, les plus grosses sommes étaient

investies en actions et en obligations, notamment des bons des Etats les plus riches. Ces « classes d'actifs » concentrent le plus souvent plus de 60% de la totalité des fonds. Le reste se répartit dans une myriade d'actifs différents, dont la liste se transforme et grandit avec le temps. Avec l'apparition de nouveaux actifs, comme les produits dérivés (swaps, options, dérivés de crédit), les *hedge funds* ou le *private equity*, la part des actions et des obligations s'est réduite dans les vingt dernières années. Elle reste prépondérante, pour différentes raisons. L'expertise pour ces actifs est plus étendue dans les milieux professionnels que pour tout autre actif. Par ailleurs, les bons des Etats riches, ainsi que les actions et les obligations des grandes multinationales cotées dans les principales bourses mondiales, sont considérés plus fiables que de nouveaux produits. Finalement, une conséquence de ces deux éléments est que la plupart des fonds étant investis dans ces actifs, il est plus facile de les acheter et de les vendre, puisqu'il y a plus d'offreurs et de demandeurs à tout moment (on dit qu'ils sont plus *« liquides »*), ce qui attire plus d'investisseurs.

L'équipe dans laquelle je travaillais à Acme était intégrée dans un département d'une centaine de personnes spécialisées dans l'investissement dans ces nouveaux produits, autres que les actions et les obligations, le Département Structuré. L'équipe était constituée de quatre gérants de fonds et trois assistants, dont moi. Elle avait 5 milliards d'euros sous gestion, provenant de différents clients. Ces fonds étaient investis dans des produits dérivés de crédit issus de la titrisation de dettes, des *Asset Backed Securities* (appelés *« ABS »* en français), que j'ai décrits au début de ce texte. Mon travail était d'assister les gérants en produisant des rapports sur les actifs qu'ils avaient achetés, sur leur activité en général, et sur le *« marché des ABS »*. Pendant quatre mois, j'ai pu voir à l'œuvre l'application des règles « classiques » d'investissement basées sur la logique de *buy and hold* et la diversification. En investissant des fonds, cette équipe distribuait des ressources dans le monde entier en interaction avec différents clients et partenaires commerciaux, dans un réseau dans lequel des flux monétaires étaient organisés en définissant des droits, des devoirs, des identités et des temporalités spécifiques, en partie selon des règles de calcul et d'évaluation.

Les observations à Acme m'ont permis aussi de situer ces pratiques par rapport à des logiques professionnelles qui considéraient la finance contemporaine comme un ensemble. Grâce aux contacts de la directrice de l'équipe pour laquelle je travaillais, j'ai pu réaliser des entretiens avec d'autres employés d'Acme travaillant dans la gestion de fonds investis en actions, obligations, produits dérivés et *hedge funds*. J'ai aussi réalisé des entretiens avec la directrice du Département Structuré, qui remplaça, dans les derniers jours de mon stage, le directeur de l'Allocation, que j'avais interviewé auparavant. Ceci m'a permis d'observer un

changement conflictuel de pouvoir au sein d'Acme et de comprendre comment il était lié à des logiques organisationnelles, mais aussi aux transformations plus globales de la finance contemporaine, notamment les enjeux commerciaux et le changement dans les imaginaires financiers liés à l'apparition de nouveaux produits financiers, comme ceux en lesquels investissaient les gérants pour qui je travaillais. Les observations du quotidien de l'« équipe ABS » étaient donc une observation située de processus financiers globaux, ce qui fut mis en évidence par le fait que ses membres participèrent des logiques qui conduisirent à la « crise » déclenchée pendant l'été 2007.

3) L'objet : la distribution de ressources par la finance contemporaine

Les observations réalisées dans les trois stages et pendant les entretiens avec des professionnels travaillant avec de moi ou ailleurs, touchent à des pratiques professionnelles très diverses. Les actifs financiers (actions, *hedge funds*, ABS), les tâches professionnelles (vendeurs, analystes, *traders*, gérants de fonds, consultants), les entreprises (PME filiale, équipe indépendante, multinationale), diffèrent fortement. Ces différences ne me permettent pas de construire un objet homogène en termes de professions, d'actifs financiers, ou d'organisation en entreprise. Par contre, toutes les observations réalisées dans les stages et les entretiens sont liées à ce que j'ai décrit plus haut comme l'espace problématique dans lequel je situe l'objet de cette thèse. L'évaluation d'actions, l'investissement de fonds dans des ABS ou l'innovation dans des méthodes d'investissement font toutes partie des tâches professionnelles à travers lesquelles les institutions financières aujourd'hui distribuent des ressources monétaires dans le monde entier. Chaque observation m'a permis d'aborder différentes questions touchant à cette nouvelle organisation de distribution de ressources. L'expérience de recherche à Acme m'a permis d'observer, par ailleurs, comment toutes ces pratiques pouvaient en effet être reliées, dans des approches globales de la finance contemporaine, comme celles des dirigeants les plus haut situés dans la compagnie.

Le fait que toutes ces pratiques participaient de la distribution de ressources monétaires par la finance contemporaine est un premier élément qui donne son unité à l'objet de cette thèse. Le deuxième élément, qui situe l'objet dans l'espace problématique dessiné plus haut, est le fait que toutes ces pratiques ont lieu dans des entreprises et que, pour les acteurs observés, elles ont lieu en vue de réaliser des profits monétaires selon des imaginaires partagés par tous les participants. La plupart des acteurs disaient à un moment ou à un autre

que leur but était de *« créer de la valeur »*. La *« création de valeur »*, souvent accompagnée de l'expression *« pour nos clients »*, était concrètement le fait de procurer un bénéfice monétaire pour ceux-ci, en assurant par là celui des acteurs eux-mêmes. Les pratiques de tous les acteurs observés consistaient à participer à la distribution de ressources par la finance contemporaine en vue d'assurer un bénéfice monétaire pour soi-même et pour les clients de son employeur.

Finalement, et de manière cruciale, les logiques pratiques de distribution de ressources que j'ai pu observer communiquaient entre elles à travers des imaginaires concernant les rapports de crédit et la légitimité de leur organisation, qui définissaient dans la pratique les règles de l'évaluation d'un actif, les approches de l'investissement et les possibilités d'innover dans ces approches. L'évaluation des actions contient des principes de calcul qui se retrouvent, comme nous le verrons, dans l'évaluation d'autres actifs, comme les ABS et les *hedge funds*. Par ailleurs, les pratiques d'investissement, à travers l'analyse, la diversification, et la spéculation, sont organisées en rapport aux logiques d'évaluation et se retrouvent d'un actif à un autre. Finalement, les pratiques d'innovation, que j'ai pu observer en partie à Acme et surtout à Hedge Consulting, ne peuvent avoir lieu qu'en prenant en compte ces normes pratiques et ces principes théoriques, pour situer le « nouveau » par rapport à un « classique » ou « normal », avec lequel il communique selon des règles établies, comme la recherche de *« plus d'efficience »*, d'une plus grande *« capacité à créer de la valeur »*, entre autres.

Les pratiques observées participent donc toutes d'une distribution globale de ressources monétaires selon des règles pratiques, des principes théoriques et des enjeux organisationnels, qui communiquent dans des interactions, des imaginaires et des transformations très répandus et réguliers, qui stabilisent les institutions financières comme telles au quotidien. Ces pratiques s'inscrivent donc dans la problématique sur la légitimité de leur pouvoir, c'est-à-dire sur les justifications selon lesquelles leurs effets sont souhaitables. Ce texte ne se propose pas de répondre aux termes de cette problématique. L'objet de cette recherche n'est pas une proposition quant à l'ajustement entre des objectifs des institutions financières et leurs résultats, ni une résolution théorique sur la définition des objectifs en premier lieu. Non pas que je ne considère pas cette discussion comme valide. Au contraire, c'est en son sein que je voudrais situer l'objet de cette thèse. Mais ce dernier n'est pas la justification ou non du pouvoir des institutions financières, et notamment des entreprises privées qui en constituent aujourd'hui des acteurs fondamentaux. Il est plutôt la modalité de

ce pouvoir : comment est-il organisé ? quelles sont les pratiques quotidiennes, avec leurs imaginaires, leurs temporalités, leurs opérations répétées, leurs crises, leurs changements lents, à travers lesquelles, effectivement, des ressources monétaires sont distribuées dans le monde entier ? Ce questionnement devrait me permettre, à la fin de ce texte, de resituer cet objet au sein du débat actuel sur la légitimité des institutions financières. Non pas pour apporter une donnée ou un élément macro-économique qui y manquerait. Mais pour désigner, à partir des concepts de l'anthropologie, un questionnement du pouvoir des institutions financières comme enjeu de la pratique quotidienne. Dans la suite de cette introduction, j'essaierai de clarifier les concepts de « pratique » et de « pouvoir », qui informent la manière dont les rapports financiers vont être compris dans le reste de ce texte à la fois en ce qui concerne la méthode d'observation et la stratégie de description.

C) Une description des pratiques dans la finance contemporaine comme rapports de pouvoir : méthodes et concepts

Dans ce chapitre, je voudrais rendre explicites certains des principes méthodologiques et des concepts que j'ai développés et suivis pendant le travail de recherche et la rédaction de cette thèse. Il ne s'agit pas d'une théorie du social, mais de principes d'approche qui m'ont permis de stabiliser l'objet de recherche. Depuis mon expérience de recherche sur un marché de rue pour l'obtention d'un DEA en anthropologie sociale, la réalité que je me suis donnée à décrire à été celle des pratiques quotidiennes. C'est à travers ce concept que je me suis posé des questions sur les rapports de pouvoir et sur l'idée qu'il y aurait une spécificité des pratiques dites « économiques ». Cette approche générale donne sa consistance à l'objet de cette thèse.

J'essaierai d'abord de clarifier ici le concept de pratique, à partir des auteurs qui ont guidé l'observation et la description de mes expériences de recherche. La description des pratiques selon les règles des situations observées implique de ne pas faire de distinction *a priori* entre des pratiques qui seraient « économiques » et d'autres. Les règles de la situation sont celles qui font que la pratique a un sens pour les acteurs, à un moment et dans un lieu donnés. Pour décrire les situations, il faut alors intégrer toutes les logiques à l'œuvre dans ce qui est observé, ce qui implique des pratiques d'autres acteurs à d'autres moments et en d'autres lieux. La description est alors un dialogue interdisciplinaire, où il s'agit de voir comment les logiques décrites par d'autres disciplines sont à l'œuvre dans la pratique concrète des personnes observées (1). Dans cette approche et à partir des travaux de Michel Foucualt, le concept de « pouvoir » est compris comme un rapport de forces en situation. Le rapport financier, en tant distribution inégale des capacités à agir avec la monnaie peut ainsi être compris comme un rapport de forces. Les institutions financières comme les entreprises observées organisent les rapports financiers selon des procédures qui définissent des statuts, des droits et des devoirs, selon des imaginaires liés à des philosophies politiques et morales libérales. L'approche de Marcel Mauss nous permet de resituer ces imaginaires dans les procédures quotidiennes, les tâches professionnelles des acteurs, sans reprendre le sujet libéral comme point de départ analytique (2). Le texte sera organisé selon les logiques de ces tâches professionnelles telles que j'ai pu les observer dans les différents moments et espaces de l'enquête de terrain : évaluer, investir et innover (3).

1) Une anthropologie de la finance comme description de pratiques dans des situations

La recherche pour cette thèse a été menée à travers l'observation participante, des entretiens et la lecture de documents. L'accès au quotidien des acteurs pendant des périodes de temps assez longues, plusieurs mois dans chaque entreprise, permet de produire un savoir particulier sur des pratiques effectuées dans des situations concrètes observées dans leur répétition. J'analyserai d'abord les concepts et enjeux méthodologiques d'une description de la réalité comme pratiques dans des situations. J'analyserai ensuite comment cela situe les observations dans la finance contemporaine par rapport à d'autres méthodes avec lesquelles elle est souvent approchée. Ceci me permettra de clarifier finalement comment, du point de vue conceptuel et méthodologique, je désigne la finance contemporaine comme objet d'étude.

Décrire des régularités pratiques dans des situations

La méthode de recherche, basée sur des observations participantes sur des durées plus ou moins longues et des entretiens, permet de décrire certaines réalités qui lui sont spécifiques. Dans l'expérience de terrain, j'ai observé des « situations »[80], des moments de vie où les personnes observées, y compris moi-même, étaient en train de faire quelque chose[81]. Ce sont ces situations que je me suis données comme réel à décrire. Il s'agit de moments particuliers, constitués d'interactions entre personnes dans des lieux et des temps spécifiques. Ces interactions peuvent être régulières, et se répéter, comme c'est souvent le cas dans des bureaux, pas seulement de l'industrie financière. Mais si la situation est observable à travers les interactions, celles-ci, dans l'unité temporelle et spatiale des opérations, des mots dits, des objets manipulés, ne saturent pas ce qui s'y passe. Les interactions dans un espace et un instant donnés, telles qu'on peut les observer, impliquent d'autres personnes, d'autres espaces, et des temporalités multiples. Ces éléments constituent les possibles et les

[80] Sur le concept de « situation », cf. Abélès, M., 1995, « Pour une anthropologie des institutions », *L'Homme*, 135, juil-sept., p. 82, Bazin, J., 1996, « Interpréter ou décrire. Notes critiques sur la connaissance anthropologique », in Revel, J. et Wachtel, N. (eds.), *Une école pour les sciences sociales. De la VI° section à l'École des hautes études en sciences sociales*, Editions du Cerf-Editions de l'EHESS, Paris, p. 345 et de La Pradelle, M., 1997, « Quelques remarques à propos de l'anthropologie urbaine », in Desdouits, A.-M., Turgeon, L. (dirs.), *Ethnologies francophones de l'Amérique et de l'ailleurs*, Presses Universitaires de Laval, Québec, p. 158.

[81] Cf. Becker, H., 1998, *Tricks of the Trade, How to think about your research while you're doing it*, The University of Chicago Press, Chicago and London, pp. 40-46 (« Turning people into activities »).

impossibles de chaque situation. La description de la situation, dans la temporalité du « quotidien », du « à faire » à un moment précis, suppose de montrer comment tous ces éléments sont en jeu ensemble, à chaque instant[82], c'est-à-dire de décrire des pratiques réalisées par des personnes concrètes à des moments et dans des lieux particuliers, mais qui peuvent être régulières en ce qu'elles sont aussi en interaction variable avec des acteurs, des espaces et des temps multiples. Lorsque Bastien achète un actif financier, comme je l'ai décrit au début de ce texte, il n'est pas seulement en train de parler avec une autre personne au téléphone, il est aussi en train d'investir les fonds de clients de l'entreprise dont il est un employé. Ces fonds sont investis selon des règles particulières, qui font, comme on le verra plus bas, que Bastien doit faire attention au prix, aux taux d'intérêt, mais aussi aux luttes de pouvoir dans son entourage et à sa position dans ces luttes. Ce faisant, il est en train de s'assurer une continuité professionnelle, ce qui dans son cas signifie aussi de se constituer comme père de famille selon un imaginaire particulier.

L'acte d'achat de Bastien implique de nombreux éléments qu'on ne peut pas « voir » en le regardant, à un instant précis, dire quelques mots au téléphone. Il fait sens, pour l'acteur comme pour l'observateur, en ce qu'il s'inscrit dans des temporalités et des espaces plus étendus que ceux qui sont observables dans ces lieux et moments particuliers. Acheter un actif financier, pour Bastien, comme pour de nombreux autres professionnels, est une pratique répétée plusieurs fois par jour, selon des règles particulières. Ces règles, comme les règles de jeu telles que les décrit Ludwig Wittgenstein[83], ou encore l'interactionnisme d'Erving Goffman[84], sont constituées dans la situation, et n'existent pas en dehors d'elle. Mais elles sont répétables, dans le temps et dans l'espace. Comment elles le sont, c'est alors ce qu'il y a à décrire dans la situation. Selon l'expression de Michel de Certeau, on peut dire qu'elles ont des « logiques »[85], qui ne sont pas leur rattachement à une cohérence qui leur serait extérieure,

[82] Cf. Abélès, M., 1995, « Pour une anthropologie des institutions », *art. cit.*, pp. 76-84, Bazin, J., 2000, « Sciences des mœurs et description de l'action », *Le genre humain 35 : Actualités du contemporain*, février, pp. 47 et ssq.

[83] Wittgenstein, L., 1961 (1953), *Investigations Philosophiques* (publié avec le *Tractatus logico-phiosophicus*), tr. Klossoswki, P., Gallimard, Paris, §197, pp. 200-201 : « [la] signification [du mot] réside dans son emploi […] Où trouver alors la connexion effectuée entre le sens de l' expression « Faisons une partie d'échecs » et toutes les règles du jeu ? Eh bien, dans la liste des règles du jeu, dans l'enseignement de ces règles, dans la pratique quotidienne du jeu ».

[84] Goffman, E., 1973 (1959), *La mise en scène de la vie quotidienne 1. La présentation de soi*, tr. Accardo, A., Les Editions de Minuit, Paris, pp. 235-240, et Goffman, E., 1973 (1971), *La mise en scène de la vie quotidienne 2. Les relations en public*, tr. Kihm, A., Gallimard, Paris, p. 112 : « il convient donc de ne pas considérer les situations sociales comme des lieux d'obéissance aux règles ou d'infractions secrètes, mais plutôt comme des cadres où des versions en miniature du processus judiciaire tout entier [dans lequel se décide la définition de l'action] se déroulent à l'accéléré ».

[85] Cf. de Certeau, M., 1990 (1980), *L'invention du quotidien 1. Arts de faire*., Editions Gallimard, Paris, pp. 40 et ssq.

mais la place de chacune par rapport à d'autres, ce qui leur donne leur régularité. Ce qui fait que les mots dits par Bastien à un moment donné, au téléphone, sont en effet un acte d'investissement dans des relations commerciales, professionnelles et familiales particulières.

Ces logiques d'action, en jeu dans chaque situation, sont toujours multiples. Comme je viens de le décrire très brièvement, pour comprendre comment l'acte de Bastien fait sens, comment il est simplement réalisable, il faut le situer dans des temporalités multiples, familiales, professionnelles, liées aux taux d'intérêt, aux transformations de la finance de manière globale, etc. Bastien, en achetant un actif financier à un moment donné, est en train de jouer tous ces jeux en même temps. Les règles de sa pratique sont les règles de tous ces jeux. Les pratiques ne peuvent pas être réduites à une seule logique, si ce que l'on veut décrire est une situation concrète.

En même temps, cette multiplicité n'est pas indéfinie. Si Bastien n'achète pas les ABS selon certaines règles d'investissement, il risque de perdre son travail. Si ses collègues font de même leur équipe au sein d'Acme peut être dissoute. Dans tous ces cas, Bastien risque de voir aussi sa vie familiale bouleversée. Les possibles de l'action, dans des situations concrètes, sont limités. Rendre compte des pratiques en situation consiste à rendre compte des possibles et des impossibles, des règles selon lesquelles l'action se fait ou ne se fait pas. Ces possibles et impossibles impliquent des imaginaires, par exemple sur les relations de famille, sur les rapports à son employeur, à ses collègues, à la finance globale comme activité professionnelle, aux actifs financiers comme représentant une réalité économique ou un flux monétaire particuliers, etc. Ils impliquent des lois votées par des Parlements, des régulations dictées par des agences spécialisées, des normes explicites négociées, parfois par contrat, avec des employeurs, et des normes parfois tacites, partagées de manière variable par les acteurs dans chaque situation. Les possibles de chaque situation sont faits des moyens de communication et de transport, de la disposition spatiale des bureaux, des amitiés, des affinités et des distances, où se reconnaissent parfois des parcours sociaux, mais aussi des « personnalités », dans des contextes spécifiques. Les logiques d'action ne sont donc pas des discours toujours clairs qu'on pourrait détecter en observant des espaces et des temps. Elles sont variables, avec des limites plus ou moins floues et des possibilités parfois insoupçonnées jusqu'au moment de leur réalisation. Dire qu'une pratique « fait sens », dans ce texte, ne signifie pas, comme par exemple pour une sociologie inspirée de Max Weber, qu'elle peut être, par la conscience, rattachée à des motifs compréhensibles[86] et, plus fondamentalement, à

[86] Cf. Weber, M., *Economie et Société 1. Les catégories de la sociologie*, *op. cit.*, pp. 29-30.

des valeurs[87]. Dans une approche « pragmatique »[88], dire qu'une action fait sens, c'est dire, avec Wittgenstein, qu'elle permet de « commencer quelque chose »[89], c'est-à-dire qu'elle s'inscrit dans un ensemble plus vaste d'actions, qu'elle permet autant qu'elles la permettent. Décrire des pratiques dans des situations, ou encore une action comme quelque chose qui fait sens, est décrire un ensemble d'actions liées entre elles, à partir d'une interaction entre des acteurs, dans un espace et à un moment donnés.

Un dialogue interdisciplinaire

Dans ce texte, je décrirai donc la finance contemporaine comme espace de pouvoir dans la distribution de ressources à travers la description de pratiques dans des situations concrètes, avec des régularités, des possibles et des impossibles particuliers. Dans ce dessein, j'ai mobilisé des résultats obtenus par d'autres chercheurs qui se sont intéressés à des aspects de ces pratiques avec des méthodes et des concepts différents des miens. Le but a été, à chaque fois, de reprendre les logiques d'action qu'ils décrivaient pour enrichir avec elles ma compréhension des situations que j'observais. Afin de clarifier l'objet de ce texte, je retracerai ici quelques positionnements que ma recherche m'a mené à prendre par rapport à la distinction de la discipline économique, à la sociologie et à l'anthropologie du travail et des organisations et à l'histoire.

De nombreux chercheurs en sociologie et en anthropologie s'intéressant à des objets dits « économiques » ont développé des réflexions sur leur rapport à l'économie comme discipline académique[90], avec différentes positions. L'économie n'étant de fait pas un ensemble de principes clairs, mais plutôt une multiplicité non homogène d'approches, je ne

[87] Dans sa description des types d'action, les « motifs visés » de l'action sont rattachés d'une manière ou d'une autre à des valeurs : les types d'action purement traditionnelles et affectives ne sont des actions compréhensibles que comme cas limites, et l'action rationnelle purement en finalité n'est elle-même qu'un cas limite construit par le sociologue (cf. Weber, M., *Economie et Société 1. Les catégories de la sociologie*, *op. cit.*, pp. 55-57). Le lien entre sens et valeurs, qui parcourt le texte wébérien, est rendu explicite par un des auteurs auquel il se réfère le plus, Heinrich Rickert, par exemple dans Rickert, H., 1998 (1924), *Les problèmes de la philosophie de l'histoire. Une introduction*, tr. Rammstedt, O., Presses Universitaires du Mirail, Toulouse, « Le sens de l'histoire », pp. 139 et ssq.

[88] L'approche est « pragmatique » en ce que la description vise des logiques pratiques, cf. Descombes, V., 1991, « Science sociale, science pragmatique », *Critique*, Juin-Juillet, Tome XLVII, n° 529-530, pp. 419-426.

[89] Le but négatif des *Investigations Philosophiques* de Wittgenstein étant d'« enseigner [à] passer d'un non-sens non évident à un non-sens évident » (*op. cit.*, §464 p. 263), le critère qui établit que quelque chose n'a pas de sens est qu'on ne peut « rien commencer avec », cf. §269, §426, pp. 217 et 256 (plus juste et moins littéral, Pierre Klosswski traduit les expression « *nichts damit anzufangen* » par ne pas pouvoir « faire quelque chose avec », cf. Wittgenstein, L., 1953, *Philosophische Untersuchungen*, The MacMillan Company, New York (édition bilingue), pp. 94 et 127).

[90] Pour une étude de la multiplicité de pratiques que recouvre le mot « économiste », cf. par exemple Lebaron, F., 2000, *La croyance économique. Les économistes entre science et politique*, Editions du Seuil, Paris, 262 p., même si l'auteur semble reconstruire leur unité à travers les notions de *« champ »* et d'*«univers symbolique »* (cf. par exemple pp. 7-8 et 144-150).

prétends pas ici stabiliser une position par rapport à cet ensemble. Par contre, les différents débats qui suivent m'ont permis de stabiliser l'approche que je développe dans ce texte, et les retracer est une façon de le situer dans une discussion en cours dont il est en partie le produit[91].

Une première position considère qu'il y a une dichotomie fondamentale entre des approches de terrain, basées sur des observations participantes ou des données statistiques empiriques[92], et une approche modélisante qui inventerait des acteurs inexistants[93] et ne pourrait prétendre représenter une quelconque activité. Ce texte ne suit pas cette approche pour plusieurs raisons. D'une part, car mes intérêts de recherche et ma méthodologie ne supposaient pas de distinguer différents domaines de la réalité sociale, l'empirique et le théorique, qui ne communiqueraient pas. Par ailleurs, comme nous le verrons dans la suite de ce texte, les modélisations mathématiques produites dans certains départements d'université, de même que les théories sociales avancées comme de la « science économique », font partie de la pratique des acteurs qu'on peut observer au travail dans les bureaux des entreprises qui constituent la finance contemporaine. Mon approche n'implique pas de modélisations et ne se donne pas les moyens de les réaliser. Mais certaines modélisations, en ce qu'elles sont utilisées par les acteurs observés, de manières diverses, permettent, dans leur formulation abstraite, de comprendre une partie de ce que l'on est en train d'observer. On verra que c'est le cas, par exemple, des contenus des manuels d'analyse financière et des règles de gestion d'un portefeuille d'investissement.

Une deuxième position, répondant souvent à la première, s'est attachée à montrer justement que les produits de la discipline académique économique sont de fait utilisés par des personnes concrètes dans leur quotidien. La discipline universitaire économique et ses dérivés, loin d'être une abstraction hors du monde ou de ne pas arriver à le décrire, contribueraient fortement à le modeler[94]. L'économie (comme discipline de savoir)

[91] Je les retrace ici comme idéaux-types, en mobilisant certaines publications sans prétendre enfermer leurs auteurs dans des positions simplifiées, mais pour clarifier la position de ce texte par rapport aux questions soulevées.

[92] Sur l'idée que l'économie n'est pas assez empirique, cf. par exemple Backhouse, R. E., 1995, « An empirical philosophy of economic theory », *British Journal of the Philosophy of Science*, n° 46, pp. 111-121, Brochier, H., 1994, « Pour un nouveau programme de recherches en économie », *Revue du MAUSS*, n° 3, pp. 141-152, McCloskey, D., 1998, *The rethoric of economics*, University of Winsconsin Press, Madison, 223 p., et Simiand, F., 2000 (1912), « La méthode positive contre « l'économie abstraite » », *Socio-Anthropologie*, n° 7, 1er sem., pp. 117-121.

[93] Cf. Guerrien, B., 1994, « L'introuvable théorie du marché », *Revue du MAUSS*, n° 3, pp. 33-41.

[94] En France, cette approche est marquée par l'article fondateur de Garcia, M.-F., 1986, « La construction sociale d'un marché parfait: le marché du cadran de Fontaines-en-Sologne » *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 1986, n° 65, p. 1-13, cf. aussi Garcia-Parpet, M.-F., 1996, « Représentations savantes et pratiques marchandes », *Genèses*, n° 25, déc., pp. 50-71.

informerait fortement l'économie (comme pratique marchande)[95]. Comme je l'ai dit plus haut, ceci est visible dans l'objet de ce texte. En même temps, je ne cherche pas à définir les effets de telle ou telle recherche universitaire dans l'objet que je décris. Celui-ci est construit à partir d'un débat sur les rapports de pouvoir dans la distribution de ressources. Le rôle des disciplines dites économiques, comme celui des théories de gestion d'entreprise, par exemple, est intégré dans mon approche en ce qu'il me permet de clarifier les modalités de la distribution de ressources par ces nouvelles institutions, et non pour assigner une responsabilité spécifique à des milieux universitaires, que je n'ai par ailleurs pas observés de manière systématique.

Une troisième position considère qu'il y a, dans le réel, des actions « économiques » qui, d'un point de vue analytique, sont distinctes des autres. Il s'agit dans ce cas de montrer, à travers des études de terrain, que ces actions, certes « économiques », ne sont possibles que parce qu'elles sont en interaction avec des actions non économiques. La définition de ce qui est économique peut être comprise comme la recherche d'un profit monétaire dans le cadre d'un échange structuré par des règles proches de celles du marché tel qu'il est défini par certaines théories libérales. Ces règles concernent, notamment, l'anonymat des acteurs, l'égalité entre eux dans la participation à l'échange et la mise en lien des intérêts, définis comme offre et demande, à travers la définition d'un prix. Ces approches ont tendance à considérer que les études de terrain permettent de resituer l'économique dans le social, qui le rendrait possible. Elles retiennent et reproduisent une distinction dans les types d'action, dont il est présupposé qu'ils restent les mêmes d'un terrain à un autre[96]. De cette manière, cette

[95] Certains chercheurs ont développé un programme de recherche autour de ce rapport, dit de « performativité », cf. Callon, M., 1998, « Introduction. The embeddedness of economic markets in economics », in *The Laws of the Markets*, *op. cit.*, pp. 1-57, et Callon, M., 1998, « An essay on framing and overflowing: economic externalities revisited by sociology », *Ibid.*, pp. 244-269. Ce programme est développé de manière empirique dans ce même recueil par certains auteurs, cf. Cochoy, F., « Another discipline for the market economy : marketing as a performative knowledge and know-how for capitalism », pp. 194- 221 et Dumez, H., Jeunemaître, A., « The unlikely encounter between economics and a market : the case of the cement industry », pp. 222-243. Il a été développé dans l'étude des systèmes de cotation électronique dans la bourse de Paris dans Muniesa, F., 2000, « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *art. cit.*.

[96] Cette distinction est assez nette pour certains auteurs rattachés aux différentes approches qui constituent la « sociologie économique » développée depuis une vingtaine d'années aux Etats-Unis, et ralliée souvent autour du texte fondateur de Granovetter, M., 1985, « Economic Action and Social Structure : The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, Vol. 91, n° 3, Nov., pp. 481-510. Cet auteur distingue la « structure sociale », organisée par des réseaux, du calcul marginaliste, qu'elle rend possible et dont elle détermine des aspects fondamentaux. D'autres auteurs suivent cette approche, cf. par exemple Swedberg, R., 1994, « Markets as Social Structures », in *The Handbook of Economic Sociology*, *op.cit.*, pp. 3-26. Certains auteurs distinguent les pratiques *« économiques »* des pratiques *« culturelles »*, et en analysent les rapports, cf. par exemple DiMaggio, P., 1994, « Culture and Economy », in *The Handbook of Economic Sociology*, *op. cit.*, pp. 27-57. Dans l'étude des pratiques financières, Klausner, M., 1984, « Sociological theory and the behavior of financial markets », in *The Social Dynamics of Financial Markets*, *op. cit.*, pp. 57-81 s'attache ainsi à analyser les comportements des acteurs dans les marchés financiers sans y intégrer le calcul financier comme pratique

approche permet moins de décrire des situations pratiques que des logiques d'action considérées comme plus ou moins universelles[97].

Certaines de ces approches se réclament de la sociologie wébérienne. Pour Max Weber, en effet, l'économie s'était constituée historiquement comme sphère avec ses logiques autonomes, en rapport souvent conflictuel avec d'autres sphères[98]. Pourtant, pour Weber, ceci ne supposait pas qu'il y avait analytiquement des actions « économiques » distinctes des autres. Les pratiques économiques sont appréhendées à travers les mêmes types d'action qui sont mobilisés pour décrire d'autres pratiques. Elles ne se distinguent des *« techniques »* que par leur *« sens visé »* qui seul définit la *« nécessité »* et qui *« fait l'unité des processus envisagés et les rend compréhensibles »*[99]. Les modèles marginalistes peuvent eux-mêmes êtres considérés comme des idéaux-types, auxquels on peut comparer la réalité afin d'étudier les différences entre les deux[100]. La distinction wébérienne ne se base pas sur l'idée qu'il y aurait des pratiques « économiques », mais sur le fait que l'autonomisation d'une sphère dite économique est elle-même l'objet de recherche de bon nombre de ses études, et notamment des études sur le « capitalisme »[101]. Cet objet justifie la distinction de pratiques dites « économiques », d'un point de vue empirique[102]. Il ne correspond pas à l'objet étudié dans

---

sociale au même plan que les autres. Baker, W. E., « Floor trading and crowd dynamics », dans le même volume (pp. 107-128) analyse comment les pratiques « sociales », notamment l'organisation des échanges, influent sur les pratiques « économiques », notamment la volatilité des prix. Jean-Pierre Hassoun a critiqué ces approches, en ce qu'elles ne prennent pas en compte les aspects personnels des relations observées. Mais, sans remettre en cause la distinction que je mets en relief, il cherche à démontrer comment des pratiques de rapports personnels, symboliques et de pouvoir, rendent possible une certaine *« rationalité »* économique, cf. Hassoun, J.-P., 2000, « Trois interactions hétérodoxes sur les marchés à la criée du MATIF. Rationalité locale et rationalité globale », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 99-119.

[97] Pour une critique du fait que l'approche de Granovetter laisse intact le présupposé de l'agent rationnel maximisateur, cf. Orléan, A., 2005, « La sociologie économique et la question de l'unité des sciences sociales », *L'année sociologique*, vol. 55, n° 2, pp. 279-306.

[98] Weber, M., 1988 (1920), « Zwischenbetrachtung : Theorie der Stufen und Richtungen religiöser Weltablehnung », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Religionssoziologie I*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen, pp. 536-573.

[99] Cf. Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société I*, *op. cit.*, « §1 Concept de l'activité économique », pp. 101-108.

[100] Weber, M., 1988 (1908), « Die Grenznutzlehre und das « psychophysiche Grundgesetz » », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Wissechschaftslehre*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, pp. 384-399.

[101] Programme annoncé dans l'introduction à ses études sur les religions, cf. Weber, M., 1988 (1920), « Vorbemerkung », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Religionssoziologie I*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen, notamment pp. 12-13.

[102] Dans son introduction aux « Catégories sociologiques fondamentales de l'économie », Weber rappelle que *« la détermination du sens se fera selon des critères strictement utilitaires »* (cf. *Economie et Société*, *op. cit.*, p. 101), c'est-à-dire pour satisfaire ses *« intérêts de connaissance »* : *« La qualité d'un événement qui nous le fait considérer comme phénomène « social et économique » n'est pas un attribut qui, comme tel, lui est « objectivement » inhérent. Elle se laisse plutôt déterminer par la direction de l'*intérêt *de notre connaissance, telle qu'elle résulte de l'importance culturelle spécifique que nous accordons à l'événement en question dans le cas particulier»*, Weber, M., 1992 (1904), « L'objectivité de la connaissance dans les sciences et la politique sociales », in Weber, M., 1992, *Essais sur la théorie de la science*, tr. Freund, J., Editions Plon Pocket, Paris, p. 137 (italiques dans l'original). On peut néanmoins remarquer que l'objet wébérien s'est clarifié dans les études

ma recherche. J'utiliserai dans ce texte certains résultats de ces approches, mais sans reprendre leur dichotomie dans les types d'action.

Par rapport à ces positions, ce texte se rapproche d'un certain nombre d'auteurs, qui se ressemblent pour ce qui concerne cette discussion, en considérant, d'un point strictement méthodologique, qu'*« il n'y a pas d'économie »*[103], en ce sens que toutes les pratiques peuvent être analysées sur un même plan, et que les distinctions dans les logiques d'action doivent être faites au cas par cas, dans chaque terrain, en demeurant attentif à leurs transformations dans le temps et dans l'espace. De ce point de vue, les actions comme l'achat et la vente ne sont pas *a priori* distinctes de manière analytique d'autres pratiques. Elles sont comme toutes les actions, liées à d'autres actions, à des imaginaires, des normes, des contraintes d'espace et de temps[104]. Ceci vaut autant pour les pratiques dites de *« l'économie domestique »*[105] que pour les marchés financiers[106]. De manière générale, ce qui est distingué comme objet d'étude n'est pas une catégorie analytique qui définit un type d'action, mais la pratique sociale en tant que telle[107]. Il n'y a pas à distinguer entre économie et société[108], mais

---

sur la religion et dans *Economie et Société*, comme étant défini, de manière subjective, par la signification de la satisfaction de désirs à travers des *« utilités »* dans une compétition pacifique (*Economie et Société I*, *op. cit.*, pp. 101 et ssq.). Dans l'essai de 1904, la définition du caractère économique d'un phénomène était déterminée à la signification d'un phénomène dans la *« lutte matérielle pour l'existence »* (*op. cit.*, p. 139). La notion d'*« existence »* semble accorder aux objets économiques une place plus fondamentale que les autres, ce qui n'est pas la ligne d'interprétation qui me semble plus consistante avec la sociologie wébérienne et que je reprends ici.

[103] *« There is no such thing as an economy »*, une remarque qui pour l'auteur est strictement méthodologique et qui n'implique pas, que pour d'autres méthodes, il ne soit pas nécessaire de postuler une spécificité « économique », cf. Dodd, N., 2005 (1994), *The sociology of money. Economics, Reason and Contemporary Society*, Polity Press, Cambridge, UK, p. 104 (ma traduction).

[104] Selon Michèle de La Pradelle, les pratiques d'achat et de vente peuvent être analysées selon leurs régularités quotidiennes, en lien avec les autres pratiques avec lesquelles elles font sens, comme les pratiques identitaires et les imaginaires de liberté au sein d'institutions comme les marchés de rue, qui sont établies en lien avec les pouvoirs politiques, cf. de La Pradelle, M., 1996, *Les vendredis de Carpentras. Faire son marché en Provence ou ailleurs*, Librairie Arthème Fayard, Paris, 374 p. Sur la nécessité d'analyser les pratiques marchandes en lien avec les autres pratiques avec lesquelles elles font sens, cf. Sciardet, H., 1996 « Commerce, marchés, transactions : une approche ethnographique », *Genèses*, n° 25, déc., pp. 29-49.

[105] De nombreux chercheurs, comme Florence Weber ou Viviana Zelizer, se sont attachés à analyser les pratiques où les prétendues sphères différentiées seraient justement le moins différentiées, notamment du fait que les institutions qui permettent l'établissement de standards impersonnels, comme les marchés, seraient absentes. Cf. Weber, F., 1996, « Réduire ses dépenses, ne pas compter son temps. Comment mesurer l'économie domestique ? », *Genèses*, n° 25, déc., pp. 5-28, Ténédos, J., Weber, F., 2006, *L'économie domestique, entretien avec Florence Weber (Ethnographie du quotidien, première partie)*, Aux lieux d'être, Paris, 127 p. et Zelizer, V., 2005, *The Purchase of Intimacy*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 356 p.

[106] Lenclud, G., 1997, « Libre-échange, brèves rencontres », *Critique*, « L'échange de la civilité à la violence », n° 596-597, janvier-février, pp. 39-47.

[107] *« Loin de postuler une rationalité économique unifiée, celle d'un* homo oeconomicus*,* [l'analyse ethnographique] *restitue les façons de faire et de penser dans leur diversité »*, in Dufy, C., Weber, F., *L'ethnographie économique*, *op. cit.*, p. 6. Pour une approche similaire provenant de la discipline économique, la théorie de la régulation insiste sur l'analyse des règles institutionnelles concrètes qui organisent les rapports sociaux, cf. Boyer, R., 2004, *Théorie de la régulation, 1. Les fondamentaux*, Editions La Découverte, Paris, pp. 14 et ssq. Cf. aussi l'insistence sur l'analyse du *« sens »* des pratiques dans des *« situations »* dans Salais, R., 2004 (1994), « Incertitudes et interactions de travail : des produits aux conventions », in Orléan, A. (dir.)

ces distinctions peuvent être analysées, lorsqu'elles sont de fait pratiquées dans les situations qu'on observe.

C'est dans cette même optique que j'ai mobilisé certains résultats de recherches sur le « travail » ou les « organisations », sans toujours reprendre à mon compte la stabilisation de l'objet que ces travaux s'étaient donnés. Plusieurs approches analysent par exemple les entreprises à partir des conflits entre groupes distingués selon des hiérarchies[109] ou des rapports entre changement et permanence[110], ou encore les projets sociétaux larges qui peuvent être impliqués dans les manières d'organiser les rapports professionnels, *via* les contrats de travail ou les inégalités entre catégories sociales.[111]. Il s'agit évidemment de thèmes qui traversent l'objet de ma recherche. Certains auteurs ont de fait exploré les entreprises financières par ces biais[112]. Je mobiliserai leurs résultats dans ce texte, mais sans partager leur objet, qui reste ici le rapport financier tel qu'il est pratiqué par la finance contemporaine comme espace de pouvoir. Le fait que cet espace soit aujourd'hui constitué d'entreprises privées, dont la définition même, pour la science sociale, demeure complexe, n'est pas le centre de cette recherche. Celle-ci ne se donnera donc pas les moyens de répondre

---

Analyse économique des conventions, Quadrige Presses Universitaires de France, Paris, notamment pp. 401 et ssq.

[108] A partir de Polanyi, K., 1983 (1944), *La Grande Transformation*, Editions Gallimard, 419 p., qui établit une distinction radicale entre un principe de marché autorégulateur, inviable et inhumain, et un principe de société, seul capable d'assurer la liberté des personnes, de nombreux auteurs ont récusé la possibilité d'analyser avec les mêmes outils les activités économiques et les autres (cf. Dufy, C., Weber, F., 2007, *L'ethnographie économique*, Editions La Découverte, Paris, pp. 8-12). Pour des récusations du « grand partage » entre l'économique et le social, cf. par exemple Weber, F., 2000 « Transactions marchandes, échanges rituels, relations personnelles. Une ethnographie économique après le grand partage », *Genèses*, n° 41, déc., pp. 85-107, ou encore Zelizer, V., *The Purchase of Intimacy*, *op. cit.*, notamment sa récusation de l'alternative entre des *« sphères séparées »* ou des explications économiques, politiques ou culturelles par une seule cause (« *nothing but* »), pp. 7-46, ce qui rappelle en partie l'approche wébérienne.

[109] Cf. Schwartzman, H. B., 1993, *Ethnography in organizations*, *Qualitative Research Methods Series, 27*, Sage, London, pp. 27-33 et Erbès-Seguin, S., 2004, *La sociologie du travail*, Editions La Découverte, Paris, pp. 73-78.

[110] Cf. par exemple Strauss, A. L., 1994, « L'influence réciproque de la routine et de la non routine dans l'action », Menger, P.-M., Passeron, J.-C., *L'Art de la Recherche: Essais en l'honneur de Raymonde Moulin*, La Documentation Française, Paris, pp. 349-366 et Bate, S. P., 1997, « Whatever happened to organizational anthropology ? A review of the field of organizational ethnography and anthropological studies », *Human Relations*, vol. 50, n° 9, pp. 1158-1159.

[111] Cf. Schwartzman, H. B., 1993, *Ethnography in organizations*, *op. cit.*, pp. 33-38, Wright, S., 1994, « Culture in anthropology and organizational studies », in Wright, S. (ed.), *Anthropology of organizations*, Routledge, New York, pp. 20-27 et Bagla, L., 2003, *Sociologie des organisations*, Editions La Découverte, Paris, pp. 110-112.

[112] Olivier Godechot a exploré dans de nombreuses publications les rapports de pouvoir à travers les rapports salariaux dans l'industrie financière française, cf. pour une présentation brève, Godechot, O., 2006, « La finance, avant-garde du prolétariat? Les salariés de la finance et la structure de classe », *Carnets de bord*, n° 10, Genève, pp. 55-66. Pour les rapports de genre, cf. Sarfati, F., 2007, « Quand la passion s'en mêle. La mixité à l'épreuve des modes d'engagement au travail », *Sociologies Pratiques*, n° 14, 1, pp. 59-73 et Czarniawska, B., 2005, « Women in Financial Services: Fiction and More Fiction », in Knorr Cetina, K., Preda, A. (eds.), 2005, *The sociology of financial markets*, Oxford University Press, Oxford, pp. 121-137. Pour l'étude de l'impact des nouvelles technologies dans les conflits dans les rapports de travail, cf. Godechot, O., Hassoun, J.-P., Muniesa, F., 2000, « La volatilité des postes. Professionnels des marchés financiers et informatisation », *art. cit.*

à certaines de ces questions fondamentales dans l'anthropologie et la sociologie des organisations et du travail.

Finalement, le rapport aux recherches historiques suit ici la même logique. Je ne cherche pas à établir une causalité temporelle observable pour le chercheur, que je n'ai pas analysée et qu'il ne me semble pas possible d'obtenir avec l'observation participante et les entretiens. Par contre, les résultats de certaines recherches historiques, que j'ai mobilisées dans cette introduction et qui se retrouveront au long du texte, sont importants pour mon objet de deux manières. D'une part, ils permettent de donner au lecteur une perspective temporelle concrète sur les pratiques que je décris. D'autre part, ils mettent en relief des logiques en jeu dans les pratiques observées, qu'il s'agisse des horizons temporels des personnes ou de la généalogie des organisations et des imaginaires financiers qu'elles mobilisent et qui définissent certains possibles et impossibles de l'action.

L'approche que j'ai suivie dans la recherche qui a mené à ce texte est marquée, depuis le début, par une mise en rapport de recherches provenant de différentes disciplines. Le fait que les anthropologues ou les sociologues aient peu étudié la finance contemporaine jusqu'à il y a dix ans m'obligeait déjà à prendre cette voie. L'objet lui-même, marqué par son rapport à la production universitaire en économie et en finance, m'y poussait aussi. Finalement, l'espace problématique que j'ai décrit plus haut, concernant la place des institutions financières dans l'organisation légitime des rapports de pouvoir, mobilise des notions et des données issues de disciplines comme l'économie ou la science politique. Ceci m'imposait (ce que mon propre parcours m'incitait de toutes manières à faire) de communiquer avec les résultats issus de disciplines parfois très éloignées, par les méthodes et les concepts, de l'anthropologie des pratiques que je cherchais à développer. Dans tous les cas, j'ai tenté de mobiliser cette littérature, nécessaire, de manière à enrichir la compréhension anthropologique des situations pratiques que j'observais, c'est-à-dire pour mieux comprendre ou tout simplement percevoir les logiques à l'œuvre dans des situations concrètes. Ces logiques peuvent être les problématiques organisationnelles de gestion de ressources humaines, les stratégies commerciales des investisseurs institutionnels ou encore les liens entre taux d'intérêt, politique monétaire, évolution des prix des actifs financiers et distribution globale de ressources. Il ne s'agit donc pas pour moi de développer un discours méthodologique critique qui montrerait à ces approches ce qu'elles ne peuvent voir, afin de les considérer comme moins performantes que la mienne. Je cherche plutôt à intégrer les régularités de la pratique mises en évidence par ces recherches à ma propre description, en montrant comment elles font partie du quotidien des personnes que j'ai observées. Il s'agit

donc de les mobiliser pour rendre mon approche plus riche, tout en développant un savoir particulier qui puisse communiquer de manière constructive avec d'autres savoirs[113].

Définition de l'objet et réflexivité de la description

L'approche que j'ai suivie consiste à considérer toutes les pratiques observées au même plan, sans logique transcendante ni distinctions entre types d'action *a priori*. La réalité observée n'est pas la conséquence d'une réalité plus profonde, autre, qu'il s'agirait de dévoiler. Proche du pragmatisme de William James[114], cette approche considère que la seule réalité observable est l'effet de l'action, c'est-à-dire les rapports des actions entre elles, sur un seul plan, celui du praticable, du possible pour un acteur en situation. Elle permet une réflexivité particulière : les actions observées, tout comme leur description, appartiennent au même domaine du descriptible, à la même réalité[115]. Si toute action est comprise en relation à d'autres, l'action de décrire, comme celle d'écrire ce texte, peut être analysée en relation à d'autres. On peut stabiliser l'objet décrit comme une relation entre celui qui décrit et ceux qui reçoivent la description[116]. En clarifiant les aspects fondamentaux de cette relation, je pourrai ensuite situer les concepts qui structurent le contenu du reste de ce texte.

Le rapport de description, ou *« contrat de lecture »*[117], que je cherche (ou propose) dans ce texte est, comme pour de nombreux textes en sciences sociales, au moins triple. Un premier aspect de ce texte est simplement la reproduction du réel. Décrire les règles de la pratique, les régularités quotidiennes des actions de personnes dans des situations concrètes, est une manière de permettre au lecteur de sentir qu'il aurait pu observer ou faire la même chose que moi s'il avait été là. Ce contrat de lecture sera toujours là et fonde l'empirisme de l'approche anthropologique, son socle positif, la possibilité de son objectivité. En même temps, la reproduction est elle-même une action. En s'inspirant de l'analyse des règles du

[113] La recherche présentée ici s'est enrichie pendant des années du séminaire interdisciplinaire tenu dans les locaux du CEVIPOF et de l'ENS à Paris par l'Association des Etudes Sociales de la Finance. Ce séminaire a été l'occasion de confronter des terrains, des données, des concepts et des résultats, dans un dialogue méthodologique qui ne cherchait pas à produire une seule théorie sociale ou une seule méthode, mais qui visait à enrichir chaque recherche par les autres. Son aspect pluridisciplinaire a certainement été pour moi une expérience marquante de dialogue constructif entre approches différentes, dans le respect de leurs spécificités et le désir partagé de leur amélioration.

[114] Cf. par exemple James, W., 1977 (1907), « Pragmatism and common sense », in James, W., *The Writings of William James*, ed. by McDermott, J. J., The University of Chicago Press, Chicago and London, pp. 418-428 et James, W., 1977 (1907), « Pragmatism's conception of truth », *ibid.* pp. 429-443.

[115] Michel de Certeau appelle ainsi à *« faire de l'analyse une variante de son objet »*, cf. *L'invention du quotidien*, *op. cit.*, p. XXXIII.

[116] Sans reprendre son approche en termes d'habitus et de champs, cette notion de réflexivité s'inspire de celle qui est développée par Bourdieu, P., 2001, *Science de la science et réflexivité*, Editions Raisons d'Agir, Paris, notamment pp. 167-184.

[117] Cf. Lejeune, P., 1975, *Le pacte autobiographique*, Editions du Seuil, Paris, pp. 44-46.

langage du dernier Wittgenstein, on peut dire que l'énonciation d'une régularité de la pratique n'est jamais une copie en dehors du domaine de la pratique, mais est la mobilisation du langage de la régularité dans une interaction. Les règles décrites ne sont jamais de simples *« images»*, elles sont aussi des *« poteaux indicateurs»*[118], des manières d'indiquer, au lecteur, une pratique possible, un réel concret. Les différentes manières d'indiquer ce réel contribuent à le définir, et demeurent cachées tant que l'on considère la reproduction comme une opération neutre, qui serait toujours la même[119]. Dans ce texte, la reproduction du réel vise à mettre le lecteur en situation, à lui proposer de comprendre comment des actions sont possibles au même plan que sa propre pratique. Ceci permet deux autres éléments du contrat de lecture.

La description de la pratique permet au lecteur de se situer dans ce qui est décrit de manière critique. La critique est constituée par le fait qu'en mettant en rapport les différents points de vue en place, les espaces problématiques de chaque situation, la description cherche à donner au lecteur la possibilité de se dégager de chaque point de vue particulier, afin de construire une position propre, qui demeure compatible avec le réel décrit, en s'insérant dans la situation concrète dont il s'agit. C'est par exemple ce que cherchait la sociologie de Max Weber, ou encore celle de Pierre Bourdieu. Pour Weber, la sociologie vise à rendre *« évidentes »*[120] les disparités entre valeurs[121], et le fait que leur réalisation dans le monde phénoménal est toujours *« tragique »*[122], ce dernier ne répondant pas à la logique des

---

[118] Wittgenstein, L., 1961 (1953), *Investigations Philosophiques*, *op. cit.*, § 85, p. 156. Wittgenstein critique ainsi sa vision des propositions comme images du monde, qui se situeraient en dehors de lui, telle qu'il l'avait développée dans le *Tractatus logico-philosophicus*, et qui correspondait à la vision dominante du positivisme scientifique de l'époque, cf. Wittgenstein, L., 1961 (1921), *Tractatus logico-philosophicus*, publié avec les *Investigations Philosophiques*, *op. cit.*, 3.01 (p. 36) et 4. 01 (p. 46).

[119] La *« neutralité axiologique »* des sciences sociales, souvent comprise comme étant établie par Max Weber, est problématique dans les écrits de ce dernier. Pour lui, il s'agit de la tentative de réaliser la valeur de *« vérité »* dans le monde (cf Weber, M., « L'objectivité de la connaissance dans les sciences et la politique sociales », *art. cit.*, notamment p. 164). Comme toute tentative de réalisation des valeurs, elle est *« tragique »*, et rate son but (cf. plus bas). Mais de manière pratique, elle est réalisable en évitant de soutenir ouvertement ses propres valeurs, en les effaçant du texte ou en les rendant visibles de manière critique lorsqu'elles ne peuvent être cachées (cf. *Ibid.*). De ce point de vue, la *« neutralité axiologique »* wébérienne est la production d'une position qui apparaît comme *« neutre »* (sans être *« moyenne »*), par rapport à d'autres positions en présence. C'est-à-dire que la neutralité axiologique est-elle même une prise de position particulière, une action, dans une situation donnée qu'elle contribue à modifier.

[120] Cf. Weber, M., *Economie et Société I*, *op. cit.*, p. 29 : *« Toute interprétation* […] *tend vers l'évidence ».*

[121] Cf Weber, M., « L'objectivité de la connaissance dans les sciences et la politique sociales », *art. cit.*, p. 128 : les valeurs ne sont pas seulement constamment en lutte, mais elles ne se définissent qu'à travers cette confrontation.

[122] Cf. Weber, M., 1988 (1910, 1912), « Geschäftsbericht und Diskussionsreden auf den deutschen soziologischen Tagungen », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, p. 445 : *« Avant tout, c'est un phénomène quotidien, que des groupements (Vereinigungen), qui partent de grands idéaux concernant des visions du monde (Weltanschaungsideen), deviennent des mécanismes, qui dans les faits s'en détachent de manière croissante. Ceci repose simplement dans ce qu'on a l'habitude d'appeler le « tragique » général de toute tentative de réaliser des idées dans la*

premières[123]. À partir de là, le lecteur devrait pouvoir clarifier, ou modifier, ses valeurs ou ses pratiques, afin de mieux réaliser les premières par les dernières, ou du moins assumer le caractère tragique de son existence[124]. Pour Bourdieu, il s'agit aussi de montrer la disparité entre champs et la distance entre la doxa du champ et ses pratiques concrètes, qui ne fonctionnent pas selon la logique de l'universel[125], mais selon celle des rapports de force, afin de donner au lecteur la possibilité de *« maîtriser »* son engagement dans la vie pratique[126]. Mais alors que pour Weber, cette démarche ne permet pas de résoudre la disparité *« tragique »* entre valeurs et pratique, elle mène à distinguer, selon Bourdieu, une modalité de pratique, celle du *« champ scientifique »*[127], qui permettrait de réaliser dans la pratique la valeur de l'universel[128]. Sans suivre la critique jusqu'à ce dernier moment, mon texte vise à donner au lecteur des armes conceptuelles pour comprendre la pratique en s'y sentant à la fois engagé, parce qu'il s'agit d'une pratique au même plan que la sienne, et distancié, parce qu'il s'agit d'un espace problématique où il peut avoir une multiplicité de points de vue, de positions possibles. La tentative de Bourdieu, comme celles d'autres chercheurs, de fonder une réalité différente de celle qui est observée à partir de sa description critique, indique le troisième élément du contrat de lecture proposé ici.

Ce troisième aspect peut être appelé, à partir de Michel de Certeau, « poétique ». Le texte vise à reproduire une réalité, à donner au lecteur une capacité à s'y engager tout en gardant une certaine distance, mais aussi à lui indiquer, dans la manière de décrire, que d'autres réalités demeurent toujours possibles[129]. La critique de Bourdieu, par exemple, propose une seule autre réalité alternative, en fonction des concepts et de la méthode qu'il mobilise et qui opposent l'universalité aux rapports de pouvoir pour en chercher la synthèse dialectique[130]. Michel de Certeau, en insistant sur la multiplicité des pratiques observées, sur

---

réalité (der allgemeinen, wie man zu sagen pflegt : « Tragik » jedes Realisationsversuchs von Ideen in der Wirklichkeit überhaupt) » (ma traduction).

[123] Weber, M., 1992 (1917), « Essai sur le sens de la « neutralité axiologique » dans les sciences sociologiques et économiques », in *Essais sur la théorie de la science*, *op. cit.*, p. 382.

[124] Weber, M., 1988 (1919), « Wissenschaft als Beruf », in Weber, M., 1988 (1922), *Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, p. 607.

[125] Bourdieu, P., 1997, *Méditations Pascaliennes*, Editions du Seuil, Paris, pp. 280-285.

[126] Bourdieu, P., 1994, *Raisons Pratiques*, Editions du Seuil, Paris, pp. 238-241.

[127] Bourdieu, P., 1997, *Les usages sociaux de la science. Pour une sociologie clinique du champ scientifique*, INRA Editions, Paris, pp. 23-40.

[128] Bourdieu, P., 1997, *Méditations Pascaliennes*, *op. cit.*, pp. 27-34 et 150.

[129] L'aspect « poétique » du texte ne situe pas celui-ci dans l'espace de la littérature, mais est le fait que l'activité de décrire, comme toute autre activité, est une activité qui produit de la réalité, agit en elle, et ouvre à l'action. C'est en ce sens que pour Michel de Certeau toute activité est « créative », cf. *L'invention du quotidien*, *op. cit.*, pp. XXXVII et 48-49.

[130] Le parallèle dressé entre Weber et Bourdieu est intéressant en ce qu'il décrit des problématiques actuelles pour la recherche en sciences sociales. Notamment, l'aspect *« tragique »* de l'action de Max Weber se retrouve, dans le rapport entre valeurs et action, dans l'existentialisme de Pierre Bourdieu tel qu'il le développe dans les

l'irréductibilité des logiques d'action à une seule, ou des espaces problématiques à un seul, essaie d'indiquer au lecteur, par les panneaux de signalisation du discours sur la régularité des pratiques en situation, le fait qu'une multiplicité des possibles est toujours ouverte[131]. Il ne s'agit pas d'indiquer une seule alternative, mais de pointer le lieu, dans les pratiques concrètes observées, où la pensée des alternatives peut s'exercer[132].

La clarification de ce contrat de lecture permet de justifier, du point de vue méthodologique, le choix de ce qui est décrit dans les pratiques observées. Les logiques à l'œuvre dans une situation donnée sont aussi multiples que les points de vue à partir desquels elles sont observées. Le choix de ce qui est à décrire dépend du contrat de lecture que le chercheur veut proposer à ses lecteurs. Dans le cas de cette recherche, étant donné l'espace problématique dans lequel elle veut se situer, les logiques d'action décrites auront pour but de transmettre au lecteur la richesse de la pratique tout en montrant son lien avec la distribution de ressources par les institutions financières contemporaines. Je chercherai à situer dans des moments, des espaces et avec des acteurs singuliers, le concret des méthodes de calcul, d'analyse financière et d'investissement, à travers lesquelles sont définis les flux monétaires organisés dans des entreprises de l'industrie financière. Je chercherai à montrer comment ces calculs ont lieu dans des organisations sociales particulières, ces entreprises, avec leurs logiques commerciales, budgétaires, leurs luttes de pouvoir et leurs imaginaires spécifiques. J'essaierai, en même temps, de montrer comment ces logiques s'inscrivent, pour chaque acteur, dans des logiques de construction de la trajectoire personnelle, avec des rapports identitaires, de carrière, de genre, familiaux et générationnels, entre autres. Le choix de ces différentes logiques ne se justifie pas parce qu'elles seules reproduiraient la réalité unique que j'ai observée, mais justement parce que, tout en proposant un rapport de lecture reproductif

---

Méditations Pascaliennes. Comme pour Weber, Bourdieu considère qu'après la *« mort de dieu »*, décrite en termes nietzschéens, le projet kantien d'une réalisation de l'universel dans le phénoménal est rompu (cf. *Méditations Pascaliennes*, pp. 245-288). La critique sociologique qui cherche à le restituer s'engage alors dans une impossibilité, qui ne peut être résolue que par une *« dialectique »* entre *« conditions objectives »* et *« idéaux scolastiques »*, afin de réaliser concrètement un projet proche de la démocratie fondée sur l'*« agir communicationnel »* décrite par Jürgen Habermas (cf. *Méditations Pascaliennes*, p. *op. cit.*, 143).

[131] Cf. de Certeau, M., 1990 (1980), *L'Invention du Quotidien*, *op. cit.*, pp. 286-287 et de Certeau, M., (1987), *Histoire et Psychanalyse entre Science et Fiction*, Gallimard, Paris, pp. 146 et 167.

[132] Cf. de Certeau, M., *Histoire et psychanalyse entre science et fiction*, *op. cit.*, p. 65. Pour Spinoza, la pensée de la régularité devait emporter le lecteur dans un chemin qui le menait de la *« confusion »*, produit d'une imagination qui n'était que la réaction du corps à sa relation avec les autres, à l'*« intuition »*, harmonie où le corps comprenait sa place par rapport à eux, et apprenait ainsi à utiliser son *« imagination »* pour mieux exister, pour persévérer plus dans son être. Ce chemin était, pour Spinoza, celui de la mobilisation d'une ontologie et d'une épistémologie selon les règles d'une éthique (cf. Spinoza, B., 1965 (1677), *Ethique*, tr. Appuhn, C., GF-Flammarion, Paris, 379 p.). Montrer ce chemin était alors l'éthique de la description de Spinoza, et celle dont s'inspire aussi ce texte. Son contrat de lecture cherche à proposer au lecteur de porter son imagination au réel des situations décrites, afin de lui donner les moyens d'imaginer leurs alternatives dans le concret de son quotidien.

avec cette réalité, elles doivent permettre d'avoir avec cette réalité un rapport critique et poétique[133].

Ce rapport situe ce texte dans la tradition de l'anthropologie pragmatique kantienne. Pour Kant, la description de ce que fait un sujet, une personne, ne peut se faire que de la manière dont je me décris moi-même[134]. Cette description est une « anthropologie pragmatique » lorsqu'elle vise à montrer ce que l'être humain peut faire, comment il peut agir[135]. Elle situe, finalement, cette action dans l'universalité concrète de l'agir humain[136]. Cette universalité, aujourd'hui, est celle de l'horizon commun à toute l'humanité qui est notre monde présent, un horizon que j'appellerai ici, avec d'autres auteurs, *« global »*. Ceci est d'autant plus le cas pour une anthropologie pragmatique de la finance contemporaine. L'objet décrit est constitué de pratiques concrètes, dans des lieux et des espaces définis, en tant qu'elles touchent, directement ou indirectement, le monde entier, à travers des rapports financiers.

Dans ce texte, je prendrai appui, comme je l'ai fait plus haut, sur des recherches effectuées dans d'autres disciplines, pour analyser comment les pratiques dans une situation concrète impliquent le monde entier de manière spécifique. La méthodologie de ma recherche, basée sur l'observation participante et les entretiens dans des entreprises de la finance contemporaine, ne permet pas, en effet, de produire ces résultats, comme l'analyse des montants des flux financiers ou celle des cadres légaux internationaux. Il ne s'agit donc pas pour moi de proposer une approche alternative pour atteindre ces résultats[137], mais

---

[133] Les liens entre différentes « logiques d'action » ne sont ainsi pas définis *a priori*. En reprenant le concept de *Zusammenhang* de Max Weber, souvent traduit par « interrelations », on pourrait dire que toutes les logiques agissent ensemble et ne sont séparées que pour la clarté de la description. Ceci n'implique pas que des causalités spécifiques ne puissent pas être désignées dans des situations particulières, mais que ces causalités ne peuvent être désignées *a priori* (cf. par exemple, Weber, M., 2002 (1904-1905), *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, tr. Kalinowski, I., Flammarion, Paris, p. 85 : la traductrice traduit « *Komplex von Zusammenhängen* » par *« complexe de relations »* : c'est ce complexe qui définit l'objet, non au début de la recherche, mais à la fin, une fois que l'objet a été construit). De ce point de vue, le concept de *Zusammenhang* est proche de la notion d'*« agencement »*, développée par Gilles Deleuze et Félix Guattari, qui indique un ensemble constitué par les interrelations entre éléments, sans principe directeur ou organisateur autre que ces interrelations. Ces relations sont dites *« rhyzomorphes »*, comprises comme *« mutiplicité »*, et leur description n'est pas un *« calque »* mais une *« carte »* (cf. Deleuze, G., Guattari, F., 1980, *Capitalisme ou Schizophrénie 2. Mille Plateaux*, Les Editions de Minuit, Paris, pp. 9-37 et Abélès, M., Cuilllerai, M., 2002, « Mondialisation : du géo-culturel au bio-politique », *Anthropologie et Sociétés*, vol 26, n° 1, pp. 11-28).

[134] Kant, E., 2001 (1781-1787), *Critique de la Raison Pure*, tr. Renaut, A., GF-Flammarion, (A 353/AK, IV, 223), p. 367.

[135] Kant, E., 2002 (1798), *Anthropologie du point de vue pragmatique*, tr. Foucault, M., Librairie Philosophique J. Vrin, Paris, (AK, VII, 119), p. 15.

[136] C'est au niveau de la pratique concrète que se pose pour Kant le principe régulateur de *« société cosmopolite »*, cf. *ibid.* (AK, VII, 330), p. 273.

[137] En reprenant la réflexion de George Marcus (Marcus, G., 1995, « Ethnography in/of the world system : the emergence of multi-sited ethnography », *Annual Review of Anthropology*, n° 24, pp. 95-111) l'approche de ma recherche a été *« multi-sites »*. Elle est partie d'une vision flexible d'un ensemble, appelé par Marcus comme par

d'intégrer ces résultats dans la description de la pratique concrète, comprise comme l'engagement des acteurs avec le monde entier. Cet engagement, décrit dans des situations concrètes, peut apparaître comme « représentatif » des engagements d'autres acteurs, d'autres analystes financiers, gérants de fonds, etc., que je n'ai pas pu observer. Mais la description n'est pas seulement celle d'une pratique représentative, elle est aussi celle d'une pratique concrète, c'est-à-dire d'un fragment d'une organisation globale[138]. Elle vise à situer le lecteur dans cet espace global, en lui permettant de s'y engager à travers les pratiques dans des situations concrètes, qui se situent au même plan que sa propre pratique quotidienne[139]. Le caractère global de cet espace est l'universalité concrète de ces pratiques. Il ne s'agit pas de proposer un universalisme transcendantal qui serait à construire, mais de montrer, par la description, l'universalité des pratiques quotidiennes qui ont déjà lieu, en tant qu'elles sont changeables.

L'espace de pouvoir constitué par la finance va donc être analysé dans ce texte à travers la description des pratiques quotidiennes dans des situations concrètes. La régularité de ces pratiques sera comprise comme des logiques d'action multiples et reliées entre elles. Le choix des logiques à décrire visera à rendre la quotidienneté de ce qui est observé, afin de décrire l'organisation globale du crédit, qui fait de la finance contemporaine un espace de pouvoir particulier. Ceci suppose de clarifier ce qui est décrit, dans les pratiques, comme

---

d'autres « *world economy* », déssiné dans l'espace problématique que j'ai développé plus haut, afin de clarifier ce que je voyais dans des situations particulières, ce qui devrait, en retour, permettre de contribuer à une réflexion sur ce même espace. Les objets auxquels Marcus fait allusion sont généralement déconnectés (*« worlds apart »*, p. 111) et le travail de l'anthropologue semble être de les mettre en rapport, par exemple à travers la traduction. Marcus propose d'établir des connections en observant des personnes, des choses, des métaphores, des histoires, des vies et des conflits, (cf. pp. 106-110). Ici, j'établis des connections entre des pratiques, ce qui, étant donnée ma méthode, me semble permettre de donner à la finance contemporaine sa consistance comme espace de pouvoir « global ».

[138] Pour cette alternative, cf. Burawoy, M., 2000, « Introduction », in Burawoy, M., *et alii*, 2000, *Global Ethnography. Forces, connections and imaginations in a postmodern world*, University of California Press, Berkeley and Los Angeles, p. 27.

[139] C'est en ce sens que le *« global »* est approché comme du *« contemporain »*, c'est-à-dire comme un même espace et temps *pratiques* pour l'observateur, les observés, et les lecteurs de l'observation (cf. Descombes, V., 2000, « Qu'est-ce qu'être contemporain ? », *Le genre humain 35 : Actualités du contemporain*, février, pp. 21-32 et Augé, M., 1994, *Pour une anthropologie des mondes contemporains*, Flammarion, Paris, pp. 61-80), sans être *a priori* divisé en zones culturelles, *« mondes »*, Etats-nations ou autres ensembles (cf. Abélès, M., Cuilllerai, M., 2002, « Mondialisation : du géo-culturel au bio-politique », *art. cit.*) qu'il s'agirait alors de mettre en rapport par la description. Le fait de réintégrer les imaginaires des personnes observées à leur quotidien me semble d'éviter l'ambivalence dans les concepts analytiques de la recherche, issue du fait que cet imaginaire rappelle par certains côtés celui de la discipline de l'anthropologie lui-même, cf. Holmes, D. R., Marcus, G., 2005, « Cultures of Expertise and the Management of Globalization : Toward a Re-Functionning of Ethnography », in Collier, S. J., Ong, A. (eds.), *Global Assemblages. Technology, Politics, and Ethics as Anthropological Problems*, *op. cit.*, pp 235-252.

rapport de pouvoir, et son lien avec le rapport de crédit. C'est ce que je ferai dans la section qui suit et qui me permettra de présenter, finalement, le plan du reste de ce texte.

2) Une anthropologie politique du rapport financier : les pratiques du crédit comme rapports de forces

Lorsque je décris Bastien acheter un ABS au téléphone, au treizième étage d'une tour, avant de rentrer chez lui en s'achetant une lampe en chemin, je peux pointer à une multiplicité de régularités dans ses actions, depuis les rituels de salutation jusqu'aux imaginaires familiaux et professionnels, en passant par le respect des lois concernant la gestion de fonds pour tiers, le calcul du prix d'un ABS, etc. Parmi cette multiplicité, certaines logiques d'action, pour mes yeux d'anthropologue qui observe, ont la spécificité de se retrouver, de manière semblable, dans différents points du monde entier, et de constituer un réseau d'interactions à travers lequel des ressources sont distribuées, constituant ainsi un espace, aux frontières floues, mouvantes, et néanmoins parfois fortement étanches. Je ne m'intéresserai pas dans ce texte à décrire ces frontières, comme si cet espace était physique, mais à distinguer des régularités qui en font l'effectivité. Je vais donc distinguer ce qui, dans les pratiques observées sur les différents terrains, permet de penser la « finance contemporaine » comme « espace de pouvoir », c'est-à-dire poser les éléments qui situent ces pratiques dans l'espace problématique que j'ai dessiné au début de cette introduction. J'explorerai d'abord ici comment penser le rapport de crédit comme rapport de pouvoir. J'analyserai, dans la section suivante, les questions que l'expérience de terrain, à la lumière de cette approche, permet de poser.

Les pratiques de pouvoir : des rapports de forces en situation

Pour situer ce qui, dans les pratiques, peut être décrit comme rapport de forces, il est utile de voir comment ce rapport est défini traditionnellement dans certaines philosophies libérales par rapport à la liberté d'un sujet. Ceci est important ici car, comme on le verra, ces philosophies sont présentes dans les règles de la pratique financière. On peut alors explorer comment la description des rapports de forces par Michel Foucault permet de les décrire non pas à partir de l'espace transcendantal du sujet, mais dans l'horizon quotidien de la pratique en situation[140].

[140] Le passage par la philosophie ne vise pas dans ce texte à stabiliser des concepts descriptifs en dehors de ce qu'ils cherchent à décrire, mais au contraire, à stabiliser les limites de ce qui, dans les pratiques observées, peut

Parler de « pouvoir », dans ce texte, signifie qu'on peut observer, dans des situations, des rapports de forces. Il s'agit d'un aspect de certaines interactions, un questionnement qui peut se poser au sujet de chaque logique d'action. Max Weber considérait que le rapport de pouvoir (« *Macht* ») était *« toute chance de faire triompher au sein d'une relation sociale sa propre volonté »*[141]. Dans une interaction, le rapport de pouvoir n'est pour lui observable que si les actions peuvent être imputées à des *« volontés »*[142]. L'action imputable par la sociologie étant pour lui celle qui est liée à des valeurs, les rapports de pouvoir peuvent être analysés comme des confrontations entre des valeurs portées par des volontés[143]. En même temps, le sociologue n'observe pas, concrètement, des *« valeurs »*, mais des *« actes d'évaluation »*[144]. Les rapports de pouvoir, observables dans la pratique, sont des rapports d'évaluation en tant qu'ils sont opposés et qu'ils ont des chances de s'imposer les uns sur les autres. L'imputation de l'action wébérienne impose de présupposer un espace transcendantal, celui des volontés et des valeurs, qui donnerait du sens à la pratique observée. Dans une optique kantienne, la capacité d'affirmer sa volonté en réalisant des valeurs est ce qui définit à la fois un sujet et sa liberté[145]. Décrire des rapports de force, dans la sociologie wébérienne, est dessiner l'espace

---

être décrit à partir de ces concepts. Michel Foucault remarquait que *« à la superficie, on peut dire que la connaissance de l'homme, à la différence des sciences de la nature, est toujours liée même sous sa forme la plus indécise, à des éthiques ou à des politiques »*. Le but de Foucault, affiché dans cette même phrase, lorsqu'il unifie toute une *« pensée moderne »* pour la décrire *« plus fondamentalement »*, semble vouloir s'affranchir de ce lien (cf. Foucault, M., 1966, *Les mots et les choses*, Editions Gallimard, Paris, p. 339). Ici, je cherche plus simplement à clarifier la place, dans l'espace problématique décrit au début de cette introduction, des pratiques que j'ai observées comme rapports de « pouvoir », d'une manière semblable à la manière dont une anthropologie de l'Etat doit clarifier le concept du « politique » à l'aune des questions philosophiques qui le stabilisent, souvent à l'insu de ceux qui l'utilisent (cf. Abélès, M., 2005 (1990), *Anthropologie de l'Etat*, Editions Payot & Rivages, Paris, pp. 13-84).

[141] Cf. Weber, M., 1990 (1922), *Economie et Société I*, *op. cit.*, p. 95.

[142] Le terme le plus souvent utilisé par Weber est celui de *Gesinnung*, qui peut être traduit en français par « disposition ». La *Gesinnung* était, pour Kant, la volonté en tant qu'on pouvait lui imputer une action morale, c'est-à-dire une action en rapport conscient avec les Idées de la Raison, et correspond de très près à l'instance décisionnelle que Weber prend comme lieu d'imputation d'une action *« sociale »*. Cf. Kant, E., 2000 (1793) *La religion dans les limites de la simple raison*, tr. Naar, M., Vrin, Paris, notamment pp. 83-125.

[143] C'est ainsi que s'organise conceptuellement l'analyse des *« sphères »*, dans Weber, M., 1988 (1920), « Zwischenbetrachtung : Theorie der Stufen und Richtungen religiöser Weltablehnung », *art. cit.*.

[144] *Wertungen* ou *Bewertungen*, cf. par exemple Weber, M., 1992 (1917), « Essai sur le sens de la « neutralité axiologique » dans les sciences sociologiques et économiques », *art. cit.*, p. 367.

[145] Ceci distingue, pour Kant, l'autonomie de l'hétéronomie et définit la *« personnalité »* du sujet, c'est-à-dire le fait qu'il agit en fonction de la loi morale et non des *« inclinations »* et des lois du monde phénoménal. Cf. Kant, 2003 (1788) *Critique de la raison pratique*, tr. Fussler, J.-P., GF Flammarion, Paris, pp. 199 (AK 5 :87) et 130 (AK 5 :33). Pour Weber, *« ce sont les actions que nous avons conscience d'avoir exécutées* rationnellement *que nous accompagnons* […] *du plus haut degré du sentiment empirique de la « liberté », ce qui veut dire que nous avons accomplies en l'absence d'une « contrainte » physique ou psychique, d'« affections » passionnelles et de perturbations « accidentelles » troublant la clarté du jugement, bref celles par lesquelles nous poursuivons un « but » clairement conscient avec le recours aux « moyens » qui sont les plus adéquats d'après notre connaissance, c'est-à-dire d'après les* règles *de l'expérience »*, cf. Weber, M., 1992 (1906), « Etudes critiques pour servir à la logique des sciences de la « culture » », in *Essais sur la théorie de la science*, *op. cit.*, p. 219 (italiques dans l'original).

où se pose la question, politique et morale, du sujet libre et de son degré de liberté, mesuré par sa capacité à réaliser ses valeurs.

Pour Kant, cette liberté était celle de réaliser les idées de la raison, universellement partagées par tous les êtres humains et, par postulat, cohérentes entre elles[146]. Pour Weber, qui reprend en cela Nietzsche, il n'y a aucune logique qui rende toutes les valeurs cohérentes entre elles[147]. Le rapport de forces a lieu au sein du sujet lui-même[148]. Weber retient la question kantienne de la liberté du sujet comme seule source de « dignité »[149], seule marque d'humanité de l'action, tout en rompant avec son espoir rationaliste quant à sa réalisation dans la pratique[150]. La question de la légitimité du pouvoir observable dans les interactions concrètes s'en trouve transformée. Dans l'optique kantienne, le pouvoir légitime est celui qui permet la réalisation de la liberté rationnelle dans le monde[151]. Pour Weber, les valeurs que réalise ce pouvoir ne sont pas, en elles-mêmes, plus légitimes que d'autres. Leur légitimité est due à une *« croyance »* des volontés[152], qui est du même type que celle qu'on peut attacher à n'importe quelle valeur[153]. Contrairement à l'optimisme néo-kantien, qui voyait dans le renforcement de la bureaucratie étatique une étape nécessaire de la marche victorieuse de la raison et de la liberté du sujet dans l'histoire, Weber définit cette même bureaucratie par ce qu'il considère sa caractéristique fondamentale dans le domaine phénoménal des rapports entre actions : sa capacité concrète à monopoliser, avec légitimité (quelle qu'elle soit), la violence physique[154].

En reprenant la définition de « pouvoir » comme « rapport de forces », Michel Foucault développe une approche similaire à celle de Weber, tout en suivant un peu plus loin

---

[146] Cette cohérence s'organise, pour Kant, autour de l'idée de *« Dieu »*, qui permet la connexion logique entre le transcendantal et le phénoménal, ce qui donne droit à l'espoir de réaliser les valeurs transcendantales dans le monde. Cf. Kant, (1788) *Critique de la raison pratique*, *op. cit.*, pp. 231-278 (AK 5 : 110 – AK 5 : 148).

[147] Leur analyse empirique ne peut que conduire au « polythéisme » : Weber, M., 1992 (1917), « Le sens de la « neutralité axiologique » dans les sciences sociologiques et économiques », *art. cit.*, pp. 389-390. Le traducteur y remarque, dans la note 146, que cette attitude de Weber vise l'espoir de réunir toutes les valeurs sous une seule, comme dans le projet néo-kantien de Rickert avec la valeur de la *« liberté »* (cf. *Ibid*. p. 466).

[148] Cf. Nietzsche, F., 1991 (1886), *Par-delà le bien et le mal*, tr. Albert, H., Sautet, M., Librairie Générale Française, Paris, p. 281.

[149] Weber, M., 1992 (1904), « L'objectivité de la connaissance dans les sciences et la politique sociales », *art. cit.*, p. 126.

[150] Pour Nietzsche, la *« mort »* de *« Dieu »* est la rupture de la cohérence des valeurs entre elles et avec le monde phénoménal : *« Mais la pensée est une chose et l'action en est une autre, et une autre encore l'image de l'action. Entre elles ne passe pas la roue de la causalité »*, Nietzsche, F., 1983 (1883-1885), *Ainsi parlait Zarathustra*, tr. Goldschmidt, G.-A., Librairie Générale Française, Paris, p. 53. Comme indiqué plus haut, pour Weber cette déconnection rend *« tragique »* toute tentative de réaliser les valeurs.

[151] Cf. Kant, E., 1994 (1797), *Métaphysique des mœurs II. Doctrine du Droit. Doctrine de la Vertu*, tr. Renaut, A., GF-Flammarion, Paris, pp. 125-134 (AK 6 :311-AK 6 :318).

[152] Cette *« croyance »* est l'élément qui distingue la domination légitime de celle qui ne l'est pas, cf. Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société I*, *op. cit.*, pp. 289-290.

[153] Comme on le voit par le fait qu'il y a plusieurs *« types »* de domination légitime, cf. *Ibid*.

[154] Cf. Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société I*, *op. cit.*, p. 97.

la critique nietzschéenne de Kant. Pour Nietzsche, en effet, l'ego transcendantal kantien, lieu logique où se pose la question de la liberté, n'a pas besoin d'être pensé pour penser l'action. Celle-ci pose son propre espace de réalité[155]. L'ego, constitué comme volonté unifiée qui essaie de s'affirmer, est le résultat[156] historique de rapports de forces[157]. Pour Foucault, les rapports de pouvoir ne sont plus pensés en termes de volontés qui s'opposent pour affirmer ses valeurs, mais en termes de distribution différentiée de capacités d'agir[158] : le rapport entre actions est le rapport de pouvoir lui-même, un *« jeu de relations inégalitaires et mobiles »* dans une *« situation »* particulière[159]. Foucault ne cherche pas à analyser la source plus ou moins cachée du pouvoir, comme la volonté ou son désistement[160] ou encore la croyance en la légitimité, mais s'intéresse plutôt aux *« dispositifs »*, aux actions régulières par lesquelles des rapports se stabilisent[161]. Ces actions se font selon des logiques d'intentionnalité[162], mais

---

[155] *«* […] *la morale du peuple sépare* […] *la vigueur des extériorisations de cette vigueur comme s'il y avait derrière le vigoureux un substrat indifférent auquel il* appartiendrait en toute liberté *d'extérioriser ou non sa vigueur. Mais un tel substrat n'existe pas ; il n'y a pas d'« être » derrière l'agir, la production d'effets, le devenir ; « l'agent » est purement et simplement ajouté de manière imaginative à l'agir – l'agir est tout »*, Nietzsche, F., 2000 (1887), *La généalogie de la morale*, tr. Wotling, P., Librairie Générale Française, pp. 97-98.

[156] Cf. Nietzsche, F., 1991 (1886), *Par-delà le bien et le mal*, *op. cit.* pp. 66-69 : *« notre corps n'est qu'une collectivité d'âmes nombreuses.* L'effet, c'est moi *»* (l'expression en italiques est en français dans le texte).

[157] Dans la *Généalogie de la Morale*, Nietzsche analyse l'avènement de la *« mauvaise conscience »*, de la conscience de soi, de l'âme responsable morale de *« ses »* actes, comme le produit du travail des *« prêtres »*, qui inventent un *« autre monde »*, et rabaissent le monde *« réel »* aux *« apparences »*. L'*« autre monde »* perd peu à peu sa valeur, mais le monde *« réel »* ne récupère pas la sienne. Le *« nihilisme »* s'étend comme mauvaise conscience vide de contenu (*Ibid.*, notamment le Ch. II). Kant était considéré par Nietzsche comme le grand représentant de cette philosophie des *« prêtres »* (Cf. Nietzsche, F., 1974 (1888), *L'Antéchrist*, tr. Hémery, J.-C., Gallimard, Paris, pp. 21-22). C'est un processus très similaire que décrit Max Weber dans *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, dans lequel l'esprit religieux a quitté la *« chape »* qu'il à contribué à créer. L'ascèse du *« métier »*, est celle d'un individu qui essaie d'assurer le salut de son âme par le travail productif, avec des temporalités et des opérations minutieusement régulières et contrôlées. Elle est l'identité sociale du sujet à la base d'un capitalisme qui n'en a « plus besoin » et fonctionne maintenant de manière *« mécanique »*, ce qui fait que *« l'individu renonce généralement aujourd'hui à lui donner un sens »* (cf. *op. cit.*, p. 301). Foucault présente sa recherche sur la prison, comme *« une histoire corrélative de l'âme moderne et d'un nouveau pouvoir de juger »* (Foucault, M., 1975, *Surveiller et Punir. Naissance de la prison*, Editions Gallimard, Paris, p. 30). Le sujet qui peut être jugé moralement, l'âme comme *« dédoublement »* (p. 38), est le produit d'une histoire de rapports de forces extrêmement proches de ceux décrits par Max Weber et Nietzsche : *« Ce sont peut-être des procédures de vie et de salut communautaires qui ont été le premier noyau de méthodes destinées à produire des aptitudes individuellement caractérisées mais collectivement utiles. Sous sa forme mystique ou ascétique, l'exercice était une manière d'ordonner le temps ici-bas à la conquête du salut. Il va peu à peu, dans l'histoire de l'Occident, inverser son sens en gardant certaines de ses caractéristiques : il sert à économiser le temps de la vie, à le cumuler sous une forme utile, et à exercer le pouvoir sur les hommes par l'intermédiaire du temps ainsi aménagé. L'exercice, devenu élément dans une technologie politique du corps et de la durée, ne culmine pas ver un au-delà ; mais il tend vers un assujettissement qui n'a jamais fini de s'achever »* (*op. cit.*, p. 190).

[158] Ces rapports de force ne sont pas ceux d'une domination d'un sujet par un autre, mais une distribution des capacités à agir. Ainsi, les figures du roi et du prisonnier ont les rôles respectifs, dans le dispositif de la punition, du *« plus de pouvoir »* et du *« moins de pouvoir »*. Cf. Foucault, M., 1975, *Surveiller et Punir*, *op. cit.*, 37.

[159] Foucault, M., 1976, *Histoire de la sexualité 1 La volonté de savoir*, Editions Gallimard, Paris, p. 123.

[160] Ainsi, Foucault récuse l'approche du *« pouvoir »* comme *« pure limite tracée à la liberté »*, cf. *L'histoire de la sexualité 1 La volonté de savoir*, *op. cit.*, p. 115. Cf. aussi Foucault, M., 1969, *L'archéologie du savoir*, Editions Gallimard, Paris, p. 272.

[161] Cf. *L'histoire de la sexualité 1 La volonté de savoir*, *op. cit.*, p. 125 : *« pas de pouvoir qui s'exerce sans une série de visées et d'objectifs. Mais cela ne veut pas dire qu'il résulte du choix ou de la décision d'un sujet*

celle-ci fait partie du dispositif, plutôt qu'être son *a priori* transcendantal[163]. Le *« sujet libre »* est un élément concret du dispositif de la légitimité du pouvoir dans une situation donnée. Pourtant, le *« sujet libre »* (ou *« emprisonné »*) n'est pas le fait d'une ontologie humaine, mais l'effet d'un dispositif particulier de distribution des actions possibles[164].

Le « rapport de forces » est un rapport d'actions qui comportent une intentionnalité et produisent des effets inégaux. Le différentiel de capacité à agir, qui définit les rapports de force, peut s'observer dans un grand nombre d'interactions[165]. Dans l'objet étudié ici, de nombreuses logiques d'action font appel de manière explicite à un rapport de forces. C'est le cas du respect des lois votées par des Parlements, de la régulation des rapports financiers par des agences spécialisées, des termes des contrats de travail des employés dans la finance, de nombreuses règles plus ou moins tacites qui ordonnent les rapports entre les personnes dans les bureaux, etc. Lorsque Bastien achète un ABS, il est en train d'agir les lois qui instituent son employeur comme entreprise, les régulations qui donnent à l'ABS ses caractéristiques

---

individuel […] *la rationalité du pouvoir, c'est celle de tactiques souvent fort explicites au niveau limité où elles s'inscrivent – cynisme local du pouvoir – qui, s'enchaînant les unes aux autres, s'appelant et se propageant, trouvent ailleurs leur appui et leur condition, dessinent finalement des dispositifs d'ensemble : là la logique est encore parfaitement claire, les visées déchiffrables, et pourtant, il arrive qu'il n'y ait plus personne pour les avoir conçues et bien peu pour les formuler… »*.

[162] Cf. *L'histoire de la sexualité 1 La volonté de savoir*, *op. cit.*, p. 124-125 : *« les relations de pouvoir sont à la fois intentionnelles et non subjectives. Si, de fait, elles sont intelligibles, ce n'est pas parce qu'elles seraient l'effet, en terme de causalité, d'une instance autre, qui les « expliquerait », mais, c'est qu'elles sont, de part en part, traversées par un calcul »*.

[163] Foucault utilise souvent le mot *« discipline »*, qui décrit chez Weber l'obéissance à une règle de manière *« prompte, automatique et schématique, en vertu d'une disposition acquise* [par] *une* masse, *dépourvue de critique et sans résistance »* (*Economie et Societé I*, *op. cit.*, p. 95, italiques dans l'original). Le concept désigne ainsi des actions sans sujets, ce qui, de fait, pour Weber, ne peut être désigné que de manière négative (*« sans »*), par rapport à la conscience, même potentielle, que doit accompagner tout activité descriptible par sa sociologie, c'est-à-dire une activité ayant un *« sens visé »*.

[164] Comme Nietzsche, Foucault considère l'*« âme »* comme un effet de rapports de force, qui n'est en rien l'instance d'une liberté transcendantale : *« elle est produite en permanence, autour, à la surface, à l'intérieur du corps par le fonctionnement d'un pouvoir qui s'exerce sur* […] *ceux qu'on contrôle tout au long de leur existence* […]. *Cette âme réelle et incorporelle, n'est point substance ; elle est l'élément où s'articulent les effets d'une certain type de pouvoir et la référence d'un savoir,* […]. *L'âme, effet et instrument d'une anatomie politique ; l'âme, prison du corps »* (*Surveiller et Punir*, *op. cit.*, p. 38).

[165] Dans les écrits de Michel Foucault, il y a de manière programmatique une tentative de recréer, dans la description des dispositifs, une totalité, celle de l'*épistèmé*, qui donnerait une unité à toutes les interactions (cf. par exemple, *Surveiller et Punir*, *op. cit.*, p. 356). Il me semble que cette unité, analysable par l'*« archéologie du savoir »*, est de fait seulement logique et reflète l'unité que l'*« Etat »*, tel que Foucault le décrit, semblerait vouloir atteindre. L'entreprise de Foucault semble alors moins attaquer l'idée de cette totalité, que la prétention d'un nombre concret d'acteurs à la dominer. Michel de Certeau remarquait que par ce fait, Foucault donnait à son propre discours l'autorité qu'il refusait aux structures de pouvoir qu'il décrivait (cf *L'invention du quotidien*, *op. cit.*, p. 66.). En reprenant les thèses de Foucault, selon lesquelles le pouvoir organisé par les dispositifs serait partout, mais en ajoutant que partout il est résisté, Michel de Certeau semble reconduire une unité du pouvoir qui n'est alors que transcendantale : toute relation est une relation de pouvoir. Cette systématisation de la question du pouvoir semble alors l'objectiver, ne serait-ce que de manière tactique, dans l'écriture, afin de rendre celle-ci plus efficace (Cf. *Histoire et Psychanalyse entre Science et Fiction*, *op. cit.*, p. 48). Ce n'est pas l'approche suivie ici, qui consiste plutôt à distinguer, dans ce qui est observé, ce qu'il est intéressant d'analyser en termes de pouvoir, en fonction des situations pratiques, problématisées, dans lesquelles ce texte cherche à s'inscrire.

financières, son contrat de travail, sa place dans son équipe, dans sa famille, etc. À chaque fois, les modalités de ces « rapports de forces » sont spécifiques à des situations, et s'organisent en partie à travers des imaginaires plus ou moins développés, fragmentés et variables, qui leur donnent des « légitimités » particulières. Dans ce texte, la description du quotidien des pratiques dans la finance contemporaine implique de prendre en compte un grand nombre de ces rapports. Mais la consistance de l'objet, qui le situe dans l'espace problématique décrit au début de cette introduction, est l'analyse, en termes de « rapports de force », du rapport financier lui-même, tel que j'ai pu l'observer dans des situations concrètes.

Le rapport financier comme rapport de forces

Marcel Mauss invitait les lecteurs de l'« Essai sur le don » à questionner les imaginaires qui organisaient les rapports financiers de son temps[166]. L'analyse des rapports de crédit ne devait pas se faire dans les termes officiels de ces rapports à ce moment donné. La stratégie maussienne visant à trouver un « roc » commun à toutes les sociétés peut être comprise comme la manière d'effectuer ce décalage, en montrant comme des logiques communes au don dans les cercles du *kula* ou dans le potlach étaient présentes dans les rapports salariaux de la France du début du XXème siècle[167]. Ceci impliquait d'analyser les rapports financiers dans les hiérarchies sociales qui les faisaient et qu'ils contribuer à constituer. Comme nous le verrons par la suite, les philsophies politiques et morales libérales, selon lesquelles un sujet politique se réalise comme libre dans les échanges marchands, sont constitutives des procédures financières et organisent leur légititmité dans les rapports professionnels. Dans ce texte, suivant la proposition de Mauss, j'opérerai par rapport à ces imaginaires financiers un déplacement proche de celui opéré par Foucault concernant le rapport de pouvoir. Dans cette introduction, je caractériserai rapidement les philsophies politiques et morales libérales, qui seront analysées plus en détail lorsqu'il s'agira de montrer leur importance dans les procédures observées. Cette caractérisation me permettra de clarifier ce que j'entends par rapport financier comme rapport de forces, et l'intérêt analytique de ce déplacement.

Pour clarifier les philosophies politiques et morales libérales présentes dans les pratiques qui font les institutions financière contemporaines, je prendrai pour référence Adam

[166] Mauss, M., 1995 (1923-1924) « Essai sur le don. Forme et raison de l'échange dans les sociétés archaïques », in Mauss, M., *Sociologie et anthropologie*, *op. cit.*, p. 267.
[167] Cf. Steiner, P., 2005, *L'école durkheimienne et l'économie. Sociologie, religion, connaissance*, Librairie Droz, Genève, pp. 184 et ssq et Karsenti, B., 1994, *Marcel Mauss. Le fait social total*, Presses Universitaires de France, Paris, pp. 122-123, même si ce dernier donne à ces concepts une capacité descriptive que je ne suis pas ici.

Smith[168] et la manière dont son approche a été réintégrée dans les débat kantien sur la liberté du sujet par Georg Simmel. Pour Adam Smith, les rapports monétaires sont le lieu de la liberté politique[169], où l'individu peut à la fois participer du social tout en réalisant ses désirs[170]. En tant que médiateur neutre entre échangistes, la monnaie permet à l'individu de rester libre de toute contrainte sociale autre que l'échange, tout en y participant de plein droit[171]. Le rôle d'une institution normative comme l'Etat est celui d'un accompagnateur de ce projet moral qui doit, par exemple, modérer les excès des échanges que risquent de produire des manipulations par des détenteurs de capitaux à l'encontre de ceux qui en possèdent moins[172].

Inégal, le rapport monétaire est le produit d'un artifice technique[173] qui permet néanmoins aux individus de se réaliser comme sujets libres dans des rapports sociaux. Cette réalisation passe secondairement par l'activité normative de l'Etat, et essentiellement par le mécanisme qui égalise l'offre et la demande dans un rapport de marché. Cette égalisation se fait par une adaptation de l'offre ou de la demande, qui fait que tant que les profits d'un participant au marché sont plus élevés que les coûts de production, d'autres participants lui feront concurrence, ce qui rendra le taux de profit égal pour tous[174]. L'institution qui permettrait de laisser *« libre »* le mécanisme de marché, notamment en empêchant la fixation

[168] Ceci n'est pas le fruit d'un travail exhaustif d'analyse de ces philsophies. Le travail d'Adam Smith analysé ici est plutôt considéré comme un indicateur des liens entres les théories du marché et une philosophie politique et morale spécifique.

[169] L'économie politique est selon lui la science de l'homme d'Etat et du législateur, qui vise à permettre aux gens de subvenir à leurs besoins par eux-mêmes, (Smith, A., 1991 (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Prometheus Books, New York, p. 325 (toutes traductions faites par moi)), ce qui leur permet d'accomplir leur *« liberté naturelle »* (*Ibid.*, p. 367). L'Etat doit ainsi viser à *« permettre à chaque homme de suivre ses propres intérêts à sa façon, selon le plan libéral d'égalité, liberté et justice »* (*Ibid*. p. 447).

[170] Ces désirs sont illimités, et leur seule contrainte est celle de l'échange avec d'autres dans une situation donnée, cf. *Ibid.*, pp. 174-175.

[171] L'organisation des échanges doit permettre la *« justice »* et l'*« égalité »* entre tous les participants (*Ibid.*, p. 436).

[172] Ainsi, l'Etat doit contrôler les taux d'intérêts, pour éviter l'usure (*Ibid.*, p. 298), de même que l'émission de monnaie bancaire auprès de gens non avertis, qui risque de mettre en péril le système monétaire dans son ensemble (*Ibid.*, p. 261-263). Il doit lutter contre les ententes entre riches aux dépens des pauvres (*Ibid.*, pp. 368 et 383). De manière générale, l'Etat ne doit pas interférer avec le *« système simple et évident de liberté naturelle »*, selon lequel *« chaque homme est laissé libre de suivre ses propres intérêts à sa façon, pour autant qu'il ne viole pas les lois de la justice, et de mettre à la fois son capital et son industrie en compétition avec ceux d'un autre homme ou ordre d'hommes »*. L'Etat n'a que trois devoirs : protéger la société contre l'invasion, protéger chaque membre de la société contre l'injustice des autres membres, et pourvoir à certains travaux et institutions publiques qu'il ne serait jamais dans l'intérêt d'un seul individu, ou groupe réduit d'individus, de maintenir (*Ibid*., pp. 466-467).

[173] Pour Smith, la tendance à échanger est naturelle (*Ibid.*, p. 19) et son résultat devrait être un lien d'amitié (*Ibid.*, p. 382). La monnaie n'apparaît que comme un moyen technique pour rendre l'échange plus facile (*Ibid.*, pp. 29-30).

[174] Cf. *Ibid.*, pp. 65-66,

des prix ou des quantités offertes par des monopoles ou des oligopoles[175] serait celle qui permettrait aux *« sujets libres »*[176] de se réaliser en tant que doués de raison[177].

On peut considérer que le libéralisme de Georg Simmel vise à compléter cette compréhension du rapport monétaire avec une notion néo-kantienne d'universalité. Pour Simmel, le rapport monétaire permet effectivement un maximum de liberté pour chaque individu par rapport au reste, en lui permettant de choisir avec qui échanger et de se détacher de toute relation personnelle et statutaire dans l'échange[178]. En même temps, l'artifice technique qu'est l'unité de mesure, d'échange et de réserve, implique une opération intellectuelle particulière, celle de l'établissement d'un standard commun entre sujets différents. Ce standard étant le même pour tous ceux qui le partagent, il est la réalisation dans le monde de l'idée d'universalité[179]. Le rapport monétaire permet la liberté du sujet parce qu'il permet à la fois l'indépendance absolue du sujet par rapport aux autres[180], et en même temps sa participation dans le social qui les unit et les dépasse. L'Etat, en tant que représentant de la totalité du social, joue un rôle semblable à la monnaie[181]. Mais la monnaie, dont le rôle est premier, suit son cours propre, et devient la condition de possibilité de la liberté du sujet qui se réalise dans le monde. De cette manière l'analyse simmelienne de la monnaie retravaille le projet libéral individualiste, en conditionnant la liberté du sujet, à la suite de Kant, à une idée d'universalité qu'il chercherait à réaliser dans le monde, et qui ne peut se construire que dans la communication entre individus[182].

De nombreux auteurs opèrent, par rapport à cette problématisation, un déplacement qui, pour ce qui nous intéresse ici, peut être rapproché de celui par lequel Foucault pense le

---

[175] Cf. *Ibid.*, pp. 368 et 383.
[176] Cf. *Ibid.*, p. 443.
[177] Smith considère ainsi comme un ensemble *« l'ordre de la nature et de la raison »*, *Ibid.*, p. 137.
[178] Cf. Simmel, G., 1987 (1907), *Philosophie de l'argent*, *op. cit.*, p. 363.
[179] Cf. *Ibid.*, pp. 102-103 et 123-124.
[180] La liberté du sujet est en un premier temps définie par son seul rapport de possession à un objet. Cf. *Ibid.*, p. 399.
[181] Cf. *Ibid.*, pp. 198-199.
[182] Dans la *Critique de la raison pratique*, selon Kant, le sujet trouve la loi morale et l'Idée d'universalité en lui-même. Mais, selon la *Critique de la faculté de juger*, dans le jugement esthétique, le sujet fait la présupposition nécessaire que les autres sujets partagent un même *« sens commun »* avec lui, qui conditionne toute connaissance et toute logique (Cf. Kant, E., 1993 (1790), *Critique de la faculté de juger*, tr. Philonenko, A., Librairie Philosophique J. Vrin, Paris, §21, (AK 5 : 238- 5 :239), pp. 109-110). Simmel met en parallèle les valeurs esthétiques et les valeurs monétaires, en intégrant l'approche de Kant comme un moment dans un processus historique d'objectivation (*Ibid.*, p. 40-44), mais son approche *« relativiste »* (*Ibid.* p. 88) de la valeur objective suit un raisonnement proche de la *Critique de la faculté de juger*. Ce raisonnement est repris dans des projets philosohiques qui voient dans le rapport monétaire la possibilité d'établir un contrat social, et donc de fonder une communauté politique. Certaines approches considèreront que l'Etat-nation peut ainsi être dépassé par ce contrat (Cf. Cuillerai, M., 2001, *La Communauté Monétaire. Prolégomènes à une philosophie de l'argent*, L'Harmattan, Paris, 360 p.), alors que d'autres insisteront sur le besoin de lier l'appartenance à une communauté monétaire à une identité politique semblable à l'identité nationale (Cf. Aglietta, M., Orléan, A., *La monnaie entre violence et confiance*, Editions Odile Jacob, Paris, 2002, 379 p.).

pouvoir à partir des rapports entre actions concrètes. Nietzsche présente le rapport d'infériorité et de supériorité dans des relations concrètes comme l'origine de la distinction entre créditeur et débiteur. Cette relation est à son tour l'origine de la distinction entre *« bon »* et *« mauvais »*, et des distinctions morales comme celles qu'établit Kant[183]. Dans la narration nietzschéenne, cette évolution se fait par des transformations historiques de rapports de forces[184]. C'est en s'appuyant sur cette approche que des analyses comme celle de Pierre Klossowski proposent de penser la monnaie comme un rapport d'impulsions, qui en seraient *« l'infrastructure dernière »*. Les *« normes économiques »* du *« régime industriel » « sont au même titre que les arts et les institutions religieuses, au même titre que les formes de la connaissance,* un mode d'expression et de représentation des forces impulsionnelles *»*[185].

Cette approche semble reprendre des analyses, variées après la deuxième guerre mondiale, établies en croisant le marxisme et la psychanalyse. Pour Karl Marx, l'inégalité monétaire établie dans la distribution inégale de la propriété des rapports de production, conduit à une aliénation des travailleurs, pour qui la monnaie est un fétiche qui cache la violence des rapports sociaux auxquels ils sont soumis. Les règles juridiques, politiques et religieuses dépendent de ces rapports, qui en sont la base[186]. Cette distribution inégale est elle-même le produit historique d'un rapport de forces[187]. Herbert Marcuse, par exemple, reprend cette approche en analysant les rapports de production et les rapports familiaux comme un système de répression des pulsions. Ces dernières y sont sublimées et contribuent de cette façon à sa reproduction[188]. Pour Marx, la transformation du système de production devait déboucher sur un changement dans le rapport de forces et les règles de l'ordre social qui permettrait la liberté du sujet en lui permettant de participer à l'universel[189]. Pour Marcuse, la transformation des capacités productives devait transformer la sublimation répressive des pulsions, et les libérer de manière harmonieuse, permettant à l'homme de se vivre comme sujet rationnel libre[190]. Dans ces cas, les rapports monétaires sont des rapports de force dont la violence est sublimée, et que la monnaie symbolise en les cachant. En même temps, ces

[183] Cf. *La généalogie de la morale*, *op. cit.*, pp. 128-143.
[184] Cf. supra.
[185] Klossowski, P., 1997 (1970), *La monnaie vivante*, Editions Payot & Rivages, Paris, p. 16 (italiques dans l'original).
[186] Cf. Marx, K. 2004 (1872), *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Der Produktionsprozess des Kapitals*, Parkland Verlag, Köln, pp. 83-95.
[187] *Ibid.*, pp. 659 et ssq.
[188] Cf. Marcuse, H., 1970 (1955), *Eros et civilisation*, tr. Nény, J.-G., Fraenkel, B., Editions de Minuit, Paris, pp. 78-79.
[189] Cf. Marx, K., 1996 (1844), *Manuscrits de 1844*, tr. Gougeon, J.-P., GF Flammarion, Paris, pp. 113-114 et 147-148.
[190] *Op. cit.*, pp. 266-271.

approches assument un sujet qui se définit par rapport à sa capacité d'être libre selon une certaine idée de sa raison, que ce soit en se constituant dans le rapport au travail comme transformation de la nature[191] ou à travers le principe de réalité[192]. L'analyse des rapports monétaires vise à comprendre les conditions de possibilité de la liberté de ce sujet. C'est sur ce point que l'approche de Klossowski se situe dans le déplacement opéré par Foucault par rapport à l'analyse de pouvoir[193].

Pour Klossowski, les rapports monétaires, en tant que rapports entre pulsions, sont constamment multiples. Il n'y a donc pas, d'une part, un rapport monétaire qui aliène le sujet et d'autre part un rapport qui le libère en opérant la synthèse entre l'individu et le social. Il y a des rapports de forces à travers les relations monétaires[194]. Celles-ci sont constituées, dans une situation particulière, comme consommation, production, calcul utilitaire et responsabilisation d'une instance décisionnelle sous le nom de *« sujet »* dans un espace d'action qui le met en rapport à d'autres *« sujets »*, un *« groupe humain »* défini *« moralement et socialement »* en fonction de ces rapports[195]. Pour ce qui nous intéresse ici, Klossowski opère un déplacement de la question du pouvoir dans le rapport monétaire, depuis une réflexion sur les possibilités d'un sujet libre, vers une réflexion sur les différentiels concrets dans la capacité à agir[196] à travers ce rapport. Les institutions, les instances décisionnelles et leurs régularités, à travers lesquelles la monnaie est le fait d'une pratique, sont ainsi à analyser dans les rapports concrets qui les constituent. Proche du projet de Mauss, Klossowski nous invite à considérer le *« sujet »* et la *« société »* non pas comme la base du rapport monétaire, mais comme une partie de l'imaginaire qui l'organise. Cette organisation est le fait d'un rapport de forces

Dans *La monnaie vivante*, Klossowski mobilise une ontologie des pulsions, qui se constituent à travers leurs rapports agonistiques[197]. Il me semble, et c'est en tout cas

[191] Cf. *Das Kapital*, *op. cit.*, p. 56.
[192] Marcuse, H., *Eros et civilisation*, *op. cit.*, pp. 123 et ssq.
[193] Cf. la lettre de Michel Foucault à Pierre Klossowski dans *La monnaie vivante*, *op. cit.*, p. 9.
[194] *« Fourier mise non tant sur la liberté que sur la création libératrice d'une réalité : le jeu.* […] [Il] *plaide pour la malléabilité, soit la plasticité des impusions : elles ne seraient « de vie » et « de mort » que relativement à la fixité ou à la mutation du phantasme. » Ibid.*, p. 29. *«* [Les aptitudes passionnelles] *s'épanouiraient dans autant d'objets fabricables, si seulement le sujet économique cessait de se comporter en tant qu' « unité » et prît en mains sa propre « décomposition » pour ne se recomposer jamais que selon* l'aptitude de toute passion à fabriquer son objet *». Ibid.*, pp. 47-48 (italiques dans l'original). Cette multiplicité ouverte du désir qui produit ses propres objets constitue l'argument avec lequel Deleuze et Guattari opposent leur concept de *« mutliplicté »* et d'*« agencement »* au sujet marxien et de la psychanalyse. Cette multiplicité est *« machine »*, comme le rapport de pouvoir est *« dispositif »* pour Foucault : une intentionnalité qui produit des effets, cf. Deleuze, G., Guattari, F., 1972/1973, *Capitalisme et Schizophrénie. L'Anti-Œudipe*, Les Editions de Minuit, Paris, 494 p.
[195] *Ibid.*, pp. 17, 23-25
[196] Ce qu'il nomme les *« aptitudes pulsionnelles »*, *Ibid.*, p. 47.
[197] Cf. *Ibid.*, p. 17.

l'approche dans ce texte, qu'une ontologie des pulsions ou de l'énergie excédentaire n'est pas nécessaire pour décrire les rapports financiers comme différentiels, comme rapports de force[198]. Les imaginaires à travers lesquels les relations monétaires se constituent, dans des situations concrètes, ainsi que les « intentions », peuvent être analysés comme faisant partie des règles du jeu, des possibles de l'action, plutôt que comme des sublimations, des simulacres ou des projections de désirs transcendantaux ou intempestifs. Ces possibles et impossibles sont définis dans les interactions, dans les rapports entre différentes logiques d'action. Comme on le verra, ils sont réalisés à travers des institutions dont les effets s'étendent aujourd'hui au monde entier. L'horizon politique que Mauss délimitait à des sociétés avec leurs spécificités s'est élargi au globe. Les imaginaires financiers font partie de l'articulation d'un espace global, qui reste en gestation et, si on suit l'analyse maussienne des rapports de crédit, est un espace inextricablement politique en partie du fait même que c'est un espace monétaire[199].

Le déplacement effectué par Klossowski me semble inviter à analyser, dans chaque situation, les logiques concrètes du rapport monétaire, avec leurs possibles et leurs impossibles, ce que Foucault appelait le *« dispositif »*. Il s'agit de faire une description pragmatique des pratiques monétaires, en mettant en relief les rapports de force qui les traversent[200]. L'espace problématique décrit au début de cette introduction oppose une logique de marché à une logique étatique, avec pour fond commun la possibilité pour des sujets libres de se réaliser comme tels à travers les rapports monétaires, dont les rapports de crédit font partie. L'analyse du rapport financier à partir des concepts développés par Foucault, nous

[198] La mobilisation de cette ontologie me semble plutôt viser à ajouter une explication causale qui est en fait inobservable.

[199] La finance contemporaine est ainsi constitutive, entre autres, du changement dans les représentations du politique qui peuvent être analysées en termes de « globalisation », cf. Abélès, M., 2006, *Anthropologie de la globalisation*, Payot, Paris, p. 162.

[200] La monnaie n'est alors pas définie *a priori* par un certain nombre de « fonctions » ou caractéristiques abstraites, mais dans des situations, selon les logiques d'action qui la constituent. C'est ce que fait par exemple Viviana Zelizer, en analysant les pratiques concrètes, souvent affectives, par lesquelles la monnaie circule effectivement, et qui sont tout autant la condition de possibilité d'un système bancaire que ce dernier ne les fonde (Cf. *The Social Meaning of Money*, *op. cit.*, pp. 18-21 et Zelizer, V., 2006, « L'argent social », Entretien avec Florence Weber, *Genèses*, n° 65, décembre, notamment pp. 134-137). En analysant les rapports de force et les potentiels identitaires des rapports monétaires, Keith Hart montre que le rapport monétaire est très plastique. Au lieu de désigner un cadre relationnel stabilisé, la monnaie permet au contraire d'inventer de nouvelles relations sociales, et de changer les rapports de force qui la stabilisent dans une situation donnée (cf. *The Memory Bank*, *op. cit.*, et Hart, K., 2005, « Money: one anthropologist's view », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 160-175). Bill Maurer appelle a une « pragmatique » de la monnaie selon ces lignes dans Maurer, B., 2006 « The Anthropology of Money », *Annual Review of Anthropology*, Vol. 35, n° 2, pp. 1-22. Nigel Dodd considère que pour Hart, la monnaie est encore plus plastique que pour Zelizer (cf. Dodd, N., 2005, « Laundering « money » : on the need for conceptual clarity within the sociology of money », *Archives européennes de sociologie*, Vol 44, n° 3, notamment pp. 399 et ssq.). Mais il me semble que cette différence n'est pas conceptuelle, mais essentiellement due à une différence dans les objets d'étude concrets (les pratiques interpersonnelles pour Zelizer, les arrangements institutionnels pour Hart).

permet poser la question du rapport de pouvoir en son sein non pas à partir de la question de sa légitimité, mais à partir de celle des rapports de force dans les interactions. Depuis une situation qui met en rapport des sujets libres calculateurs, à une situation où l'identité nationale se construit comme rapport monétaire, en passant par la constitution des identités familiales, des plaisirs affectifs et des prestiges hiérarchisés, les rapports monétaires peuvent être étudiés comme participant de différentes logiques, souvent en relation les unes avec les autres. Les logiques de « légitimité » qui les constituent en partie peuvent être analysées en situation, dans leurs interactions avec d'autres logiques, mais ne saturent pas l'objet lui-même.

En reprenant l'exemple du début de cette introduction, on peut analyser comment le rapport de crédit auquel participe Bastien, lorsqu'il achète un ABS, mobilise des logiques normatives, comme les lois et les règles professionnelles, qui impliquent que Bastien calcule un prix en fonction de ce qu'il perçoit comme l'état d'une offre et d'une demande à un moment donné. L'achat d'un ABS peut être décrit comme un moment où sont mises en rapport les logiques de « marchés financiers » et celles des Etats, en ce que les ABS sont constitués à partir d'une tentative de contourner les limites posées par les banques centrales à la création monétaire par les banques privées. En analysant les termes du contrat que constitue un *Asset Backed Security*, on peut présenter les dérivés de crédit comme une « victoire » de la logique de marché sur la logique du contrôle des rapports de crédit par l'Etat.

A partir de l'approche de Klossowski, je dirai plutôt que des règles qui définissent la situation d'achat d'un ABS sont celles qui accordent à son acheteur, à son vendeur, et aux acteurs qui sont liés à eux par un flux monétaire (investisseurs immobiliers, entreprises d'assurance, etc.), des places spécifiques et différentiées d'accès et d'action au sein de ces flux. Dans les terrains observés, les pratiques étaient définies en partie en termes de tâches professionnelles avec des buts précis. La description de ces tâches permet d'aborder les intentionnalités distribuées dans les organisations de la finance, sans situer dans des personnes particulières une volonté qui en serait l'origine première. Les positions diverses des personnes observées par rapport à ces régularités pratiques permettent de voir, au contraire, la multiplicité des manières de les vivre.

Mais pour comprendre comment cette distribution des places est elle-même possible au quotidien, je l'inscris dans la multiplicité des pratiques quotidiennes qui la font, et que j'ai brièvement évoquées en décrivant ce que faisait Bastien lorsqu'il achetait un ABS au téléphone et dans lesquelles les questions de l'espace problématique décrit plus haut, comme on le verra, sont rarement posées comme fondamentales. L'absence de questionnement

éthique dans sa participation aux pratiques de crédit n'est pas un manque du réel par rapport à une problématique qui lui donne sens[201]. Elle fait partie de la positivité d'une multiplicité de pratiques qui font le quotidien des acteurs observés, et dont certaines concernent la légitimité de certains actes. Analyser cette multiplicité permet de voir comment le différentiel établi dans le contrat qui définit un ABS et dans la distribution concrète de ressources qu'est l'achat d'un ABS par Bastien, est le fait de logiques quotidiennes dans des situations particulières. Je ne cherche pas par là à délégitimer l'espace problématique décrit plus haut, mais à contribuer à son développement en y intégrant la description du quotidien des personnes qui sont censées y jouer un rôle particulièrement important. Comme on le verra, les concepts de l'approche libérale de la finance organisent les pratiques professionnelles au quotidien, mais d'une manière qui permet de questionner la justification politique et morale que ces concepts sont censés garantir.

L'approche que j'ai dérivée de Klossowski vise à déplacer la question du pouvoir dans la relation financière depuis la légitimité de l'organisation financière au différentiel dans la capacité à agir qui s'établit à travers cette organisation, dans des situations données, telles que je les ai observées. Ces observations ont été le fait d'un parcours personnel de recherche, qui ne correspond pas à un plan prédéfini avec une cohérence logique propre. Les pratiques observées ne me permettent pas de construire un discours unifiant concernant une organisation financière qui aurait une cohérence en tant que totalité. Elles me permettent de poser des questions sur les rapports de force financiers dans des situations concrètes, en tant qu'ils sont répétés dans d'autres situations, dans l'espace et dans le temps. La suite de cette introduction visera à situer les pratiques concrètes observées dans l'analyse des rapports financiers comme rapports de forces, afin de dégager la structure à travers laquelle je présenterai l'expérience de terrain dans le reste du texte.

3) Plan du texte. La finance contemporaine comme espace de pouvoir analysé à travers des pratiques quotidiennes : évaluer, investir, innover

Pour décrire les rapports de force financiers établis dans les institutions que j'ai observées, j'analyserai les procédures par lesquelles la monnaie est distribuée dans le cadre de tâches professionnelles. Ces tâches étaient : évaluer dans le cas de Brokers Inc., investir dans

[201] Pour Max Weber, le manque de liens éthiques entre personnes constituait la spécificité de la domination bureaucratique, ce qui lui permettait de la stabiliser comme objet d'étude. Il retrouvait ce « manque » dans les relations de *« marché » « capitalistes »* et notamment dans les relations financières, cf. Weber, M., 1990 (1922), *Wirtschaft und Gesellschaft*, J.C.B Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, p. 709.

le cas d'Acme et innover dans le cas de Hedge Consulting. Les différentes tâches se retrouvent, de manières diverses, dans tous les terrains, mais l'organisation explicite des pratiques dans chaque cas en distingue une comme primordiale par rapport aux autres, ce qui définit le périmètre de chacune des trois parties de cette thèse.

En même temps, certaines logiques se retrouvent d'un terrain à un autre de manière assez similaire. Dans tous les terrains les tâches étaient perçues comme étant en évolution. A Brokers Inc., l'évaluation et l'investissement dans des actions cotées étaient compris comme en voie d'« industrialisation ». A Acme, l'organisation des pratiques se faisait selon un processus de spécialisation croissante d'équipes de plus en plus déconnectées. Pour les acteurs de Hedge Consulting, l'industrialisation de certains secteurs devait s'accompagner d'une spécialisation dans d'autres, dans laquelle ils voulaient s'intégrer. Le mouvement perceptible dans chaque terrain était semblable, mais aperçu depuis des points de vue différents. Dans chaque partie, j'analyserai donc les logiques d'action par lesquelles se stabilisent les différentes tâches, tout en les situant dans leurs transformations.

Evaluer

Les tâches consistant à évaluer un actif financier le définissent à travers des imaginaires, des procédures et des temporalités particulières. Elles distinguent, à travers ces élements, les droits et les devoirs des instances sociales (personnes, entreprises, Etats) qui peuvent avoir accès aux ressources monétaires, selon des règles précises. Le cas de Brokers Inc. permet d'analyser ces tâches concernant les actions cotées, selon des principes qui se retrouvent dans l'évaluation des autres actifs financiers.

Une action cotée en bourse peut être définie comme un rapport légal de propriété, dans un cadre juridique particulier. Mais comme objet de pratiques d'évaluation, elle devient un actif avec un prix qui peut varier en fonction de différents critères. Ceci vaut autant pour les actions que pour les autres actifs financiers. Ces logiques d'évaluation, observables à Brokers Inc., impliquent, comme on le verra, de définir un taux de rendement de base, généralement appelé *« sans risque »*, par rapport auquel l'actif financier est comparé. Cette comparaison se fait en distinguant une valeur *« fondamentale »* de l'actif, liée à l'activité économique qu'il est censé représenter, d'une valeur *« relative »*, définie en comparant cette activité économique à d'autres, représentées par d'autres actifs, et d'une valeur *« spéculative »*, qui ne considère que les variations des prix à court terme, en fonction d'une offre et une demande sans lien *« avec les fondamentaux »*. Ces éléments sont agencés conceptuellement comme étant le fait d'une instance d'évaluation spécifique,

l'« investisseur », défini avec une « liberté » dans un rapport au « marché » qui le situe au sein des philosophies politiques et morales libérales de l'échange que j'ai décrites plus haut.

La stratégie commerciale de la compagnie consistait à vendre à chaque client les différentes manières d'évaluer, à travers différentes tâches professionnelles. L'analyse fondamentale était le fait d'analystes, son interprétation était le fait de vendeurs spécialisés, et l'approche spéculative était le fait des *traders*. Les différentes manières d'évaluer des actions jouaient ensemble dans la pratique, à travers les rapports des employés de l'entreprise, qui étaient hiérarchisés et variables, avec des légitimités distinctes et souvent fragmentaires. L'organisation sociale et la définition de la valeur étaient interdépendantes. Les entretiens avec des gérants de fonds d'investissement permettent de voir que leurs tâches mobilisaient d'autres manières d'évaluer des actions, dans des organisations différentes. Toutes ces pratiques évaluatives mobilisaient des « raisons » particulières, parfois conflictuelles, et généralement organisées de manière explicite et hiérarchisée au sein des entreprises et dans les relations entre entreprises. Cette multiplicité allait de pair, néanmoins, avec la mobilisation commune d'une ontologie de l'activité économique et de ses formes d'évaluation, qui s'impose aux acteurs qui souhaiteraient participer aux rapports de crédit.

L'ontologie qui définit l'actif financier et l'inscrit dans une échelle de valeurs s'inscrit dans les philosophies libérales qui analysent la définition de la valeur dans les rapports marchands comme un enjeu politique et moral, organisé selon le but d'assurer la liberté du sujet. Ces philosophies donnent une cohérence particulière aux concepts qui définissent les tâches professionnelles, et contribuent à leur légitimité, pour les acteurs et ailleurs. En les réintégrant comme un élément de la pratique, on peut voir comment le sujet libre est une figure distribuée dans les tâches professionnelles de l'organisation financière globale, sans réaliser le projet politique libéral mais en organisant néanmoins fortement le pouvoir d'évaluation de la finance contemporaine.

Les imaginaires mobilisés pour définir l'activité économique fondamentale qu'une action est censée représenter sont à la fois renforcés et informés par leur utilisation dans les pratiques d'évaluation. Ce sont des logiques de définition du réel, par la description de son contenu et sa mise en ordre selon la hiérarchie de la « valeur financière ». Analyser les pratiques quotidiennes d'évaluation permet de voir par quelles procédures, selon quels imaginaires, la finance contemporaine contribue à définir une certaine évaluation de l'activité humaine. Ce premier aspect de la finance comme espace de pouvoir, son pouvoir de définition comme pouvoir d'évaluation, permet de comprendre les logiques d'investissement, qui lui donnent toute sa force, et que j'ai observées à Acme et Hedge Consulting.

Investir

L'évaluation financière n'a d'effet que parce qu'elle informe les possibles et les impossibles, les droits et les devoirs, qui définissent les rapports de crédit. La distribution de ressources monétaires est comprise comme la pratique d'« investir », qui était considérée le but principal de l'équipe de gérants que j'ai pu observer à Acme. L'évaluation financière des ABS est en partie le fait d'agences de notation, que je n'ai pas pu observer pendant ma recherche, et qui définissent le lien entre l'activité économique sous-jacente et le prix de l'ABS qui doit en représenter la valeur financière. Comme pour tous les autres actifs, cette activité sous-jacente et « fondamentale » est comparée à un taux de rendement considéré comme « sans risque », inscrite dans des logiques comparatives qui définissent une valeur « relative », et son prix peut varier fortement sur le court terme, en raison des logiques de spéculation.

Les pratiques d'investissement mobilisent les logiques de l'évaluation et les affectent à leur tour. Le travail des gérants de fonds s'inscrit dans les philosophies politiques et morales libérales selon lesquelles l'activité du sujet libre dans l'échange lui permet de participer à une meilleure allocation des ressources et à une *« création de valeur »* supérieure. Dans le quotidien des gérants et dans la définition explicite de leurs tâches professionnelles, « créer de la valeur » est défini par le fait de produire des revenus financiers pour leurs clients. Les règles de la *« création de valeur »* étaient celles de l'application des méthodes d'évaluation dans des rapports commerciaux à travers lesquels étaient effectivement distribuées des ressources monétaires. L'« investisseur » comme « sujet libre » et « source de valeur », grâce à sa participation dans l'échange, était une figure distribuée dans les différentes tâches de la gestion de fonds pour tiers.

La « finance de marché », comme je l'ai analysé plus haut, se caractérise par le fait que bon nombre des rapports financiers se font à travers la vente et l'achat d'actifs sur des « marchés » plus ou moins institués. Les produits très institués, comme les actions, les obligations ou les devises, sont échangées sur des « marchés » définis juridiquement, avec des règles précises, des sanctions parfois très fortes et parfois même des lieux physiques. D'autres produits, comme les ABS achetés par l'équipe que j'ai observée à Acme, sont par contre échangés *« over the counter »*, de gré à gré[202]. Les acteurs de l'équipe avaient peu

[202] Cette expression est parfois remplacée par ses initiales : on parle d'un marché *« OTC »*. Littéralement, on peut la traduire par « *sur le guichet »*, ce qui indique que l'échange ne se fait pas dans un marché institué, mais de gré à gré.

d'expérience dans les techniques d'investissement lorsqu'ils ont commencé leurs opérations. Ils étaient par contre spécialisés, par leurs parcours, dans l'évaluation et la production de ces actifs. Le manque de systèmes d'échange institutionnalisés et réglementés les a poussé à appliquer les règles d'investissement considérées comme « classiques » dans l'industrie financière : le *buy and hold* et la diversification. Ces règles impliquent d'analyser de manière approfondie chaque actif acheté et de diversifier les actifs selon leurs critères de définition (crédits sous-jacents, distribution géographique, notation par les agences), de manière à diversifier le *« risque »*, c'est-à-dire à diluer l'impact d'une perte dans un seul actif dans la performance globale de l'investissement.

Pendant mes recherches, les évolutions des taux d'intérêt et des participants aux échanges d'ABS faisaient que l'approche de l'équipe devenait moins rentable. Les gérants commençaient à songer à changer de stratégie, en orientant leur manière d'investir vers un investissement à court terme. Ceci supposait de changer de manière de définir la valeur, ce qui posait des conflits au sein du groupe. Ce changement s'est fait en accord avec des changements plus vastes dans l'organisation d'Acme. On peut donc comprendre la « décision » dans la manière d'organiser l'achat et la vente d'actifs comme étant distribuée en tâches professionnelles diverses dans l'organisation et mises en pratique par des personnes avec des positionnements qui varient, en partie en fonction de leurs parcours. Les achats et les ventes d'actifs de l'équipe ABS mettaient en rapport différents partenaires commerciaux et des personnes liées de manières diverses aux « sous-jacents » et aux fonds alloués. L'analyse des processus de transformation de la manière dont ces achats et ces ventes sont organisés au quotidien permet donc de décrire des régularités dans la distribution globale de ressources par la finance contemporaine. L'aspect global de ces pratiques a été mis en évidence par la « crise » déclenchée à partir de l'été 2007, selon des logiques auxquelles les membres de l'équipe ABS ont participé. Le pouvoir de distribution de ressources de la finance contemporaine, étendu dans le monde entier, constitue un espace politique global qui questionne l'horizon poltique de la souveraineté des Etats.

Après avoir analysé comment la finance contemporaine est un espace de définition et d'évaluation du réel dans le cas de Brokers Inc., l'analyse des pratiques à Acme permet de voir comment il s'agit d'un espace de distribution effective de capacités à agir à travers la monnaie. L'analyse des rapports de crédit établis à travers les pratiques observées à Acme permet de décrire le quotidien du rapport monétaire comme rapport de pouvoir organisé dans des institutions concrètes.

Innover

Si pour les acteurs observés à Brokers Inc. et dans l'équipe ABS à Acme, leurs tâches consistaient à appliquer, parfois de manière créative et personnelle, des procédures souvent établies depuis longtemps, les acteurs de Hedge Consulting se donnaient comme tâche d'innover dans les manières d'évaluer et d'investir dans des actions cotées. Afin de vendre leurs techniques innovantes à des institutions financières, les acteurs devaient réussir à les présenter à la fois comme nouvelles et attirantes et comme communiquant de manière fondamentale avec quelque chose de *« classique »*, c'est-à-dire comme compatibles avec ce qui apparaissait comme la norme professionnelle commune. Les définitions de l'*« innovant »*, *« alternatif »*, par rapport au *« classique »* ou *« traditionnel »* étaient multiples, et touchaient différents aspects de l'activité des membres de Hedge Consulting. Il ne s'agissait pas seulement des méthodes d'évaluation et d'investissement, mais aussi de l'organisation de la journée de travail, des rapports hiérarchiques, des formes de rémunération, de la régulation des échanges et de l'indépendance commerciale.

Les *hedge funds* apparaissaient comme la réalisation extrême de la figure du « sujet libre » de l'évaluation et de l'échange, une figure ambivalente en ce qu'elle pouvait être considérée comme s'affranchissant « trop » des réglementations et du respect des accords commerciaux. En même temps, à l'époque de mes observations, cet imaginaire s'agençait de manière fragmentaire, tendue, voire contradictoire avec une institutionnalisation des *hedge funds*, qui les intégrait comme produits des grandes institutions et cherchait à les définir comme « classe d'actifs » sous le terme de « gestion alternative ». Les pratiques d'innovation des membres de Hedge Consulting consistaient à explorer les espaces d'action possibles, des imaginaires fragmentés et en voie de constitution, afin d'y vendre leurs produits.

L'analyse de leurs pratiques d'innovation permet de voir que si les membres de Hedge Consulting avaient des possibles ouverts, qui n'étaient pas encore stabilisés, ceux-ci demeuraient limités aux imaginaires de l'évaluation et de l'investissement qui légitimaient le reste des tâches professionnelles décrits dans les deux premières parties du texte. Ces imaginaires dessinent ainsi des modalités et des limites de la capacité d'innovation dans la distribution de ressources par la finance contemporaine.

Les trois parties de cette thèse exploreront d'abord deux tâches fondamentales dans la finance contemporaine aujourd'hui, l'évaluation et l'investissement, pour les mettre en perspective en analysant, à travers un cas précis, la généalogie et la légitimation d'une innovation financière. Dans chaque cas, il s'agira de montrer les modalités du rapport de force

financier tel qu'il est organisé aujourd'hui à travers les pratiques de la finance contemporaine. Ceci devrait permettre de comprendre les procédures financières, avec les imaginaires politiques et moraux qui les organisent, comme un enjeu politique global fondamental.

1ère Partie

Evaluer : définir la valeur d'une action cotée à Brokers Inc.

« George Bernard Shaw once observed that « Economists know the price of everything and the value of nothing ». And in a very real sense he is correct, since to an economist the value of an asset is nothing more or less than the price at which informed buyers and sellers are willing to trade it. The question of whether an asset has value beyond its selling price is one economists are content to leave to philosophers »[203]

« es ist das eigentliche Herrenrecht *: Werthe zu schaffen »*[204]

Introduction

L'évaluation dans la finance contemporaine

Brokers Inc. était une compagnie dont la raison commerciale était de vendre de l'information financière concernant des actions cotées en Europe à des investisseurs institutionnels basés aux Etats-Unis. Comme je l'ai décrit dans l'introduction de ce texte, cette activité, en ce qu'elle est le fait d'une entreprise spécialisée qui vend ses services à des

[203] « George Bernard Shaw fit un jour observer que « les économistes connaissent le prix de tout et la valeur de rien ». Et dans un sens très réel il a raison, puisque pour un économiste, la valeur d'un actif n'est ni plus ni moins que le prix auquel des acheteurs et des vendeurs informés sont prêts à l'échanger. Qu'un actif ait de la valeur au-delà de son prix de vente, c'est une question que les économistes sont heureux de laisser aux philosophes », Higgins, R. C. 2001 (1984), *Ananlysis for Financial Management*, Irwin McGraw-Hill, Boston, p. 324 (ma traduction), ce manuel d'analyse financière était utilisé par l'analyste senior à Brokers Inc.

[204] « C'est le *droit des maîtres* caractéristique : créer des valeurs », Nietzsche, F., *Par-delà le bien et le mal*, *op. cit.*, p. 287, traduction modifiée. « Créer » est à comprendre ici dans le sens d'inventer, de définir et de rendre effectif.

clients, fait partie des nouvelles institutions et tâches professionnelles apparues dans les vingt à trente dernières années dans la plupart des pays riches du monde. Analyser les pratiques d'évaluation à Brokers Inc. permet alors d'approcher les nouveaux critères d'adjudication de ressources monétaires, tels qu'ils se sont constitués dans les changements de cette dernière période. Je n'ai pas pu observer ou faire des entretiens avec les clients directs de Brokers Inc., mis à part de légers contacts avec la personne qui m'y a introduit. Mais j'ai pu remarquer le parallèle entre ce que les acteurs à Brokers Inc. disaient de leurs clients basés aux Etats-Unis, quant aux critères d'investissement et à l'organisation des entreprises dans lesquelles ils étaient employés, et les pratiques des investisseurs institutionnels que j'ai pu approcher, à Paris et à Londres, à travers des entretiens avec des professionnels. Je mettrai donc en rapport les pratiques à Brokers Inc. et les entretiens effectués auprès de gérants de fonds, pour voir les liens entre les différentes manières d'évaluer de ces acteurs.

Ces pratiques intègrent des principes différents, du point de vue conceptuel, mais aussi organisationnel, de ceux de la période précédente, selon lesquels, de manière schématique, l'accès aux ressources monétaires était organisé autour des Etats et des banques. Comme je l'ai indiqué plus haut, lorsque les banques investissent directement dans une entreprise, ou lorsqu'elles lui accordent un crédit, elle le font à travers une relation de moyen ou long terme. Les employés de la banque sont censés établir une relation privilégiée avec les employés de l'entreprise, et la décision de l'établissement d'un rapport de crédit ou d'investissement se fait selon des discours communs, à partir de critères de rentabilité négociés entre les parties[205]. Dans le cas d'un prêt, la banque regarde les possibilités de remboursement de l'entreprise et les critères selon lesquels les conditions du contrat peuvent être négociées au cas par cas dans le futur. Dans le cas d'un investissement direct, les banques regardent les dividendes qu'elles peuvent recevoir et le pouvoir de décision sur les activités futures de l'entreprise que leur donnerait leur participation. Les investissements directs des Etats sont censés suivre des principes organisationnels semblables, ceux d'une connaissance dans le temps, même si les critères de rentabilité peuvent intégrer des éléments autres que la rentabilité financière, et viser par exemple le soutien à des secteurs considérés comme stratégiques, pour des raisons de justice sociale, de défense, ou autres.

L'investissement direct dans des entreprises, par l'achat d'actions, fait par des employés d'entreprises de gestion de fonds, en intégrant des informations diverses, en partie produites par des entreprises comme Brokers Inc., apparaît comme correspondant à d'autres

[205] Ce qui n'empêche pas les rapports de forces, comme je l'ai indiqué plus haut.

logiques conceptuelles et organisationnelles. Le gérant de fonds ne connaît presque pas les employés des entreprises dans lesquelles il investit. Cette connaissance, parfois sur le long terme, parfois pas, est le fait des analystes financiers, qui ne travaillent pas nécessairement dans la même entreprise que le gérant de fonds. Brokers Inc. est en ce sens un cas intéressant en ce que cette entreprise ne se spécialisait que dans la production d'information financière, visant à évaluer des entreprises cotées, sans avoir d'activité d'investissement, qui était le fait de ses clients.

Mais cette différence organisationnelle est aussi une différence conceptuelle. Du fait de la liquidité dans les marchés d'actions de grandes entreprises[206], les investisseurs qui ont les moyens techniques peuvent acheter et vendre des actions d'une même entreprise dans un laps de temps très court, parfois de quelques secondes. Leur rapport à l'action achetée n'est pas celui d'une banque qui investirait une partie de son capital dans le long terme. Ce rapport peut être de long terme pour un gérant de fonds, mais ceci sera le fait d'un jugement sur l'opportunité de cet investissement par rapport à d'autres, à chaque instant. L'investissement, et l'évaluation sur laquelle il se base, se font alors non seulement en fonction de la rentabilité financière de l'entreprise cotée, mais aussi en fonction de son prix actuel dans le marché des actions. On considère de manière générale que si la valeur de l'entreprise était auparavant le fait d'une évaluation sur la rentabilité de son activité, aujourd'hui, à cette évaluation s'ajoute la comparaison de son prix sur un marché liquide. Dans ce cas, la « valeur fondamentale » et la « valeur de marché » sont opposées. L'investisseur de court terme peut acheter une action dans le dessein d'en recevoir des dividendes, mais il le fait souvent aussi dans le dessein de la revendre dans le futur à un prix plus élevé que celui d'achat. La « valeur de marché » est dite « spéculative ».

L'évaluation comme rapport de pouvoir : définir le réel et y distribuer des ressources

Les différentes approches de la valeur informent les investissements effectifs. Les actes d'achat et de vente d'actions, comme pour d'autres actifs, se font en intégrant les méthodes d'évaluation financière qui sont censées permettre à un investisseur de prévoir, fragilement, l'évolution de la rentabilité financière de son investissement. L'approche par la rentabilité de l'investissement permet de comparer différentes entreprises cotées entre elles, et

[206] Ce qu'on appelle les *« grandes capitalisations »*, la *« capitalisation »* boursière d'une entreprise étant la valeur monétaire de la totalité de ses actions à un moment donné.

les entreprises à d'autres actifs financiers, comme les obligations émises par des entreprises et les bons d'Etat.

Les investisseurs disposant de plus de fonds aujourd'hui, sont, comme je l'ai évoqué dans l'introduction, des entreprises de gestion de fonds pour tiers, comme les fonds mutuels et les fonds de pension. Ces investisseurs ont comme intérêt officiel de voir croître la valeur des actions qu'ils ont achetées. Les choix d'achat et de vente des employés des institutions d'investissement sont justifiés de manière explicite par rapport au potentiel de croissance du prix de l'action. Les entreprises cotées sont évaluées exclusivement afin de déterminer le prix futur de leurs actions. Les critères d'évaluation de l'action répondent à ce qui est nommé la « valeur actionnariale », c'est-à-dire le potentiel de l'entreprise à faire augmenter le prix de ses actions. L'analyse dite « fondamentale » répond à ces critères. L'analyse dite « spéculative » mobilise de manière générale les critères de l'analyse « fondamentale » pour prévoir les actions des participants au marché et en tirer des prévisions sur l'évolution des prix des actions à court terme.

Un grand nombre d'analyses des pratiques financières opposent la « valeur fondamentale » à la « valeur de marché », dans un débat qui suit les lignes de partage que j'ai décrites dans l'introduction, et qui tendent à insister sur la légitimité d'une forme d'évaluation par rapport à l'autre. Notamment, les approches libérales vont considérer que la volatilité des prix à court terme n'empêche pas que sur le moyen terme, les investisseurs mis en compétition et ayant accès à toute l'information disponible, produiront la meilleure évaluation de l'activité « fondamentale » de l'entreprise, reflétée dans le prix de son action. Leurs critiques opposeront l'idée que cette valeur fondamentale est détournée de manière systématique par les mouvements spéculatifs et autoréférentiels des acteurs de marché, qui sont « déconnectés » de l'économie « réelle »[207].

Comme nous le verrons, il existe d'autres critères que ceux de la valeur actionnariale pour définir une entreprise. Ils pointent à une distribution de ressources en son sein qui ne se base pas sur la « valeur actionnariale », mais par exemple sur les intérêts de tous les participants à la vie de l'entreprise, comme les employés, les personnes affectées par l'impact environnemental des activités de l'entreprise, les pouvoirs politiques locaux, etc. Ces critères de définition de l'activité de l'entreprise peuvent indiquer des règles différentes dans la distribution de ressources. Ici, je n'étudierai pas ces différentes approches en termes de leur légitimité, mais pour mettre en relief l'ontologie et les critères d'adjudication de ressources

[207] Sur cette discussion, cf. par exemple Orléan, A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, *op. cit.*, pp. 47-48.

mobilisés par l'approche en termes de « valeur actionnariale ». Sans entrer dans un débat sur la légitimité des différentes méthodes d'évaluation, fondamentale, spéculative, ou autres, il s'agit ici de décrire les modalités concrètes d'un rapport social de définition de la valeur.

L'évaluation est un enjeu fondamental pour l'accès aux ressources monétaires. C'est dans les principes d'évaluation que sont définies les instances capables d'accéder au crédit, leurs droits et leurs devoirs. Comme nous le verrons dans la deuxième partie de ce texte, il s'agit, à la lumière de l'analyse maussienne, d'un enjeu politique majeur, celui de la définition des hiérarchies sociales. Cet enjeu se voit déjà dans la manière dont les pratiques d'évaluation financière affectent l'organisation internt des entreprises ou des Etats qui aspirent à participer aux flux monétaires de la financie contemporaine. Afin d'accéder aux ressources disponibles, les entreprises qui visent à lever des fonds en émettant des actions ou des obligations doivent chercher à correspondre aux critères selon lesquels investir dans leur activité est perçu comme étant non seulement rentable, par rapport à d'autres investissements possibles. De ce fait, la valeur actionnariale a un rôle important dans la distribution de ressources au sein des entreprises cotées et entre elles. Elle est souvent mobilisée comme justification et comme modèle pour restructurer leur organisation interne, leurs rapports salariaux, leurs choix commerciaux stratégiques, les fusions, les acquisitions et les scissions. Le lien entre l'évaluation boursière et l'activité interne à l'entreprise se fait notamment par le biais du pouvoir des actionnaires que sont les fonds d'investissement dans les conseils d'administration des entreprises, à travers les rémunérations des dirigeants des entreprises, souvent liées à la valeur de l'action *via* les *stock-options*, et par l'importance du prix de l'action dans la capacité de l'entreprise à lever de nouveaux fonds. Par ailleurs, la chute du prix des actions est souvent conçue comme une menace pour la direction, l'entreprise devenant « bon marché » et risquant de se faire absorber par un concurrent, ce qui se traduit généralement par un licenciement des personnes occupant les postes directifs. A travers l'approche dite de la « valeur actionnariale », les acteurs ne donnent pas simplement le prix d'un actif dans un marché, mais définissent, dans la multiplicité des pratiques qui font le quotidien d'une entreprise cotée, celles qui sont significatives pour la considérer comme un investissement.

La mobilisation de cette manière de définir l'entreprise dans les rapports sociaux qui la constituent organise en partie ces rapports sociaux. Foucault remarquait que la définition de la folie, issue d'une réflexion éthique sur la raison, était constituée dans un ensemble de procédures concrètes par lesquelles le fou devenait reconnaissable : « la *manière dont on*

aliène le fou se laisse oublier pour réapparaître comme *nature de l'aliénation* »[208]. De même, je dirais que les pratiques d'évaluation mobilisent un imaginaire de manière qu'elles contribuent à transformer le réel à son image. Comme l'insinue la citation de Nietzsche au début de cette première partie, le fait que la capacité à rendre effective un imaginaire, à « créer des valeurs », est distribuée de manière hiérarchisée fait qu'elle définit un rapport de forces qui lui est spécifique.

Analyser les pratiques d'évaluation observées à Brokers Inc. permet d'approcher la finance contemporaine comme un espace d'évaluation, où est définie une réalité, celle de l'activité « économique » des entreprises, conçues comme des « investissements » en termes de « rentabilité ». L'incidence de cet espace dans la distribution de ressources monétaires, que l'on verra dans la deuxième partie de cette thèse, fait que la capacité à définir le réel est elle-même un rapport de forces. C'est en ce sens que l'étude du quotidien des pratiques d'évaluation à Brokers Inc. permet d'approcher la finance contemporaine comme un espace de pouvoir concret. Cet espace de pouvoir n'est pas unique, en ce que les manières d'évaluer qui y sont pratiquées se retrouvent et sont en partie légitimées ailleurs. Mais il est un espace de pouvoir en ce qu'il s'inscrit dans un différentiel dans la capacité à dire le réel en tant qu'il est évaluable, et à en donner des valeurs. L'objet de cette première partie sera de montrer comment ce réel est y dit et évalué.

Les règles de l'évaluation

L'analyse des pratiques d'évaluation auprès de Brokers Inc. ne permet pas d'observer l'organisation quotidienne de l'évaluation par les investisseurs institutionnels. Les entretiens auprès de professionnels, à Acme et ailleurs, permettent néanmoins de compléter cet aspect, en ce qu'ils communiquent clairement avec des méthodes d'évaluation qui sont de fait étendues dans l'industrie financière dans le monde entier. Pourtant, ces analyses ne permettent pas d'observer, au quotidien, comment les méthodes d'évaluation sont mobilisées dans les rapports sociaux au sein des entreprises cotées ou dans les politiques publiques visant à réguler les marchés des actions. C'est pour cela que cette partie ne s'intéressera qu'aux pratiques d'évaluation. Observées dans un lieu et un laps de temps restreints, elles intègrent des principes d'évaluation qui, comme nous le verrons dans les parties suivantes, s'étendent à toute la finance contemporaine, y compris aux actifs financiers autres que les actions.

[208] Foucault, M., 1972, *Histoire de la Folie à l'âge classique*, Editions Gallimard, p. 458 (italiques dans l'original).

Cette première partie vise ainsi à décrire les pratiques d'évaluation dans la finance contemporaine, comme on peut les observer dans des situations concrètes, mais en ce que ces situations participent d'interactions qui les dépassent. Il s'agira de dégager de multiples règles d'évaluation, c'est-à-dire les régularités quotidiennes par lesquelles le réel est dit et évalué, dans des organisations sociales concrètes.

Pour décrire les règles de l'évaluation, il faut prendre en compte les méthodes de calcul d'analyse qu'elles intègrent. Ces méthodes mobilisent des imaginaires sur la réalité économique des entreprises, ce qu'on pourrait appeler une « ontologie », qui définit celles-ci comme un rapport social hiérarchisé particulier, où le pouvoir d'accès aux ressources monétaires est concentré dans la figure des « actionnaires ». Les méthodes concrètes d'évaluation, qu'on peut observer dans le quotidien de Brokers Inc., mais aussi ailleurs, sont constituées à partir de cinq éléments distincts, qui se définissent de manière relative et en tension : un taux de rentabilité dit « sans risque », une évaluation dite « fondamentale », une évaluation « relative » et un évaluation « spéculative ». La mise en rapport de ces éléments pour évaluer une action cotée se fait à partir du point de vue théorique d'un « investisseur libre ». Ces différents éléments se complètent à chaque fois les uns les autres mais, poussés chacun au bout de leurs logiques propres, ils peuvent entrer en forte contradiction.

Dans le terrain observé, ces modèles étaient transformés et mis en pratique par des employés d'entreprises financières dans des relations commerciales. Les règles de l'évaluation étaient donc aussi celles de l'organisation sociale des tâches professionnelles d'évaluation. Cette organisation sociale impliquait des rapports dans et entre les entreprises de l'industrie financière, des rapports d'emploi salarié et de partenariat commercial, avec des temporalités et des enjeux multiples. Les manières d'évaluer étaient constituées dans les rapports entre tâches professionnelles dans l'industrie financière, dans lesquels les approches de l'évaluation et leur initiateur théorique, l'« investisseur libre », étaient mobilisés de plusieurs manières. Ces différences étaient dues aux définitions des tâches elles-mêmes, et aux manières dont les personnes les mettaient en pratique, selon les situations et les parcours personnels. Comprendre les règles de l'évaluation implique de comprendre les règles des méthodes d'analyse et de l'organisation sociale qui les met en pratique, avec les trajectoires des personnes qui font cette organisation. C'est en prenant en compte toutes ces régularités de la pratique que nous pouvons approcher la finance contemporaine, à partir d'un de ses fragments, comme un espace d'évaluation. Cette partie sera structurée afin d'atteindre cet objectif.

Plan de la première partie

La raison commerciale de Brokers Inc. était de vendre de l'information financière à des investisseurs institutionnels. La définition officielle des tâches professionnelles distinguait des positions par rapport aux approches de l'évaluation et aux relations avec les clients. Ces règles explicites ne saturaient pas les régularités pratiques de l'entreprise, mais restaient des référents incontournables, mobilisés de manières différentes dans chaque situation. Elles établissaient des légitimités différentes entre les tâches au sein de Brokers Inc., hiérarchisées selon leur lien au chiffre d'affaires de l'entreprise, auquel était censée répondre une différenciation des salaires et des bonus (A).

Les différentes pratiques évaluatives étaient fortement liées à des approches théoriques de l'évaluation qui, stabilisées par des Etats et des institutions universitaires, avaient été apprises par les acteurs dans leurs parcours universitaires ou lors de leur entrée dans la profession. Les méthodes d'évaluation sont constituées par la tension de l'évaluation « fondamentale », « relative » et « spéculative », selon le point de vue d'un investisseur, qui est totalement libre car il peut à tout moment se dégager de son investissement et l'orienter vers des actifs financiers « sans risque ». Ces concepts qui contribuent à donner une ontologie claire de la valeur actionnariale tout en indiquant les limites de sa réalisation pratique dans le calcul évaluatif, qui a de fait toujours besoin d'une interprétation sur le futur, dont le résultat est nécessairement labile (B).

Les concepts et les méthodes de calcul théoriques mobilisés par les acteurs définissent le contenu et les limites de ce qui est susceptible d'avoir une valeur. Par ailleurs, ils sont organisés souvent de manière explicite par des philosophies morales libérales, dans lesquelles un sujet se réalise comme libre lorsqu'il peut définir une valeur « intrinsèque » qui est reconnue socialement à travers l'échange dans un « marché ». L'approche par les pratiques permet d'analyser comment ces narratives légitimantes se retrouvent dans les concepts et les méthodes de calcul utilisés par les acteurs (C).

Après avoir approché les règles explicites de l'organisation sociale de Brokers Inc. et de l'évaluation financière, les parties suivantes décriront l'évaluation pratique, à travers les rapports sociaux quotidiens, que j'ai pu observer. L'analyse du quotidien de l'évaluation dans une organisation sociale concrète nous permet de comprendre que les approches théoriques de l'évaluation informent cette organisation, et sont à leur tour transformées par celle-ci.

La vente personnalisée d'analyse financière par des « vendeurs » à des gérants de fonds d'investissement était officiellement l'activité fondamentale de Brokers Inc. Elle suivait des règles parfois explicites, parfois tacites, mais très régulières, qui organisaient la mise en

rapport des employés. Dans cette relation, les acteurs se constituaient comme une « personnalité évaluatrice », qui mobilise les concepts de l'ontologie de la valeur actionnariale, et en stabilise la labilité, dans une interprétation dialogique (D).

Les procédures de mise en rapport impliquaient, de fait, que les rapports entre vendeurs et gérants se stabilisaient en partie à travers des activités qui n'étaient pas liées à l'évaluation, comme des sorties en boîte de nuit, en partie de chasse, ou autres, payées par les vendeurs. Ces pratiques étaient censées permettre une meilleure connaissance « personnelle » entre acteurs, afin de rendre l'évaluation plus juste. En même temps, du fait de ces sorties, le « service » vendu par le « vendeur » n'était jamais clairement défini comme étant purement de la vente d'information financière. Ce flou dans la définition du service était stabilisé dans la pratique comme une manière d'encadrer, par le rapport personnel, le flou impliqué par la nécessité d'interpréter des éléments divers afin d'évaluer une entreprise cotée (E).

Le gérant de fonds est censé incarner la personnalité évaluatrice, responsable de la décision d'investir le capital qui lui est alloué, ce qui correspond à la légitimation libérale de la définition de la valeur par un sujet libre. En même temps, les théories de l'évaluation utilisées dans la gestion de portefeuilles réduisent fortement l'importance de la « personne », en considérant que l'évaluation la plus « juste » est le fait d'un « marché efficient », composé de sujets libres, mais dont les résultats s'imposent à chaque acteur. Ce marché est défini comme un « indice », une liste d'actions cotées, produite entre autres par de grands *brokers* internationaux. Les tâches professionnelles de la gestion dite « classique » consistent pour les acteurs à mobiliser leurs capacités évaluatives personnelles pour se positionner par rapport à un « marché » qu'il s'agit de suivre, en investissant dans toutes les entreprises qui le composent et, marginalement, qu'il s'agit de « battre ». A l'époque de mes observations, ces nouvelles tâches se situaient entre deux extrêmes : la réplique d'un indice par un logiciel sans besoin d'avoir un gérant évaluateur, et des entreprises de gestion où le gérant était absolument « libre » de ses choix d'investissement. L'extension du *« mixte »* entre ces deux possibilités affaiblissait l'importance de la « personnalité » dans la définition de la valeur (F).

Ces transformations lentes affectaient le rapport de forces entre manières d'évaluer à Brokers Inc. L'affaiblissement de la personnalité des gérants s'accompagnait d'une importance plus grande des tâches de *trading* basées sur l'évaluation spéculative. L'analyse fondamentale, spécificité des analystes financiers, se trouvait en partie déléguée aux entreprises qui définissent les indices de référence. La labilité de l'évaluation des actions demeurait, mais les rapports entre les différents éléments qui l'organisaient étaient en train de

changer, à travers des changements dans les relations commerciales et les entreprises qui les faisaient (G).

En analysant les pratiques quotidiennes d'évaluation, dans la régularité des interactions entre employés de différentes entreprises, à partir des pratiques observées essentiellement à Brokers Inc., on peut dégager des éléments qui se retrouvent ailleurs que dans les entreprises observées, et qui concernent d'autres actifs que les actions. Cette première partie cherchera à montrer, à travers la description des pratiques quotidiennes, quelles sont les modalités de l'évaluation dans la finance contemporaine, en montrant qu'elles se constituent dans un rapport de forces, ou se distribuent des capacités d'évaluation différentes, dans des rapports hiérarchiques, à l'intérieur des entreprises, entre les entreprises, et entre la finance contemporaine et son extérieur. Une fois que ces règles d'évaluation auront été dégagées, je pourrai, dans la deuxième partie de cette thèse, aborder les logiques de distribution effective de ressources, qui sont informées par les premières, de manière partielle mais fondamentale.

A) Brokers Inc. dans la finance contemporaine : l'évaluation à travers des tâches professionnelles dans des relations commerciales

Les pratiques d'évaluation dans la finance contemporaine ont lieu à travers des relations professionnelles dans lesquelles certaines tâches sont explicites et organisent en partie les rapports des acteurs en tant qu'employés et en tant que partenaires commerciaux. Dans ce chapitre, je présenterai les tâches officielles distinguées au sein de Brokers Inc., leurs liens à l'évaluation financière, et la manière dont elles organisent les rapports commerciaux entre Brokers Inc. et ses clients. Ces trois éléments interagissent et ne peuvent être distingués simplement dans la pratique. Je les présenterai séparément ici, à partir de certaines caractéristiques générales qui me permettront, dans la suite de cette première partie, d'analyser leurs interactions dans le quotidien des acteurs. Je présenterai d'abord la place officielle de Brokers Inc. dans les rapports commerciaux tissés dans le réseau d'entreprises qui constitue aujourd'hui la finance contemporaine (1). J'analyserai ensuite comment ces relations se stabilisent en distinguant des tâches professionnelles dans les rapports entre employés à Brokers Inc., et dans les relations de chaque employé avec ses partenaires commerciaux employés par d'autres entreprises (2). Je montrerai finalement comment les différentes tâches professionnelles correspondent aussi à différentes manières d'évaluer des actions. Ceci me permettra de clarifier la problématique de cette partie : le fait que l'évaluation est effective en étant distribuée dans des organisations sociales dont il faut analyser les logiques (3).

1) Brokers Inc. dans la finance contemporaine : l'évaluation comme vente d'analyse financière

La raison commerciale de la compagnie Brokers Inc. était de vendre de l'analyse financière à d'autres entreprises, des « investisseurs institutionnels ». Pour comprendre comment la distribution des tâches au sein de Brokers Inc. organisait l'évaluation financière, il faut donc comprendre la position de Brokers Inc. dans le réseau de relations commerciales dans lesquelles elle existait comme entreprise rentable. En même temps, ce réseau n'était pas

un ensemble statique. Il s'était constitué d'une multiplicité de pratiques, souvent stratégiques, qui impliquaient de définir un contexte. J'analyserai ici la position de Brokers Inc. dans ses relations commerciales, et le contexte dans lequel les acteurs se situaient lors de mes observations, entre mai et septembre 2002, à New York.

La vente d'analyse financière par Brokers Inc.

La raison commerciale de Brokers Inc. était de vendre de l'information financière à des investisseurs institutionnels établis aux Etats-Unis[209]. Ces investisseurs étaient des entreprises avec des buts explicites parfois très différents. La plupart étaient des fonds de pension et des fonds mutuels américains. En général, les gérants de fonds sont tenus de respecter les clauses des contrats qui lient les entreprises qui les emploient aux fournisseurs des fonds, par exemple aux personnes qui cotisent pour leur retraite par capitalisation. Ils doivent, entre autres, suivre des règles de gestion, parmi lesquelles on trouve l'obligation de diversifier leurs sources d'information, en principe pour effectuer, comme l'indique la citation au début de cette partie, des investissements « informés ». Les grandes entreprises de gestion de fonds pour tiers ont généralement des analystes financiers propres. Mais même dans ce cas, elles sont tenues de diversifier leurs sources, pour éviter les biais possibles, involontaires ou pas, de chaque analyste particulier. Ceci est intégré à l'organisation de ces entreprises, qui ont généralement un nombre restreint d'analystes propres, qui ne peuvent pas « couvrir » tous les actifs achetés de manière exhaustive, et dont la tâche est souvent de contrôler l'information produite par d'autres analystes plus spécialisés, comme ceux de Brokers Inc. La relation commerciale dans laquelle s'inscrivait Brokers Inc. était donc constitutive des pratiques explicites de la gestion de fonds pour tiers.

De manière générale, les employés des entreprises de gestion ont pour tâche d'investir des fonds dans différents actifs financiers. Parmi ces actifs, les actions sont distinguées des obligations et d'autres actifs plus minoritaires. Les actions sont à leur tour distinguées selon différents critères. Un premier critère est l'aire géographique de leurs activités ou de leur établissement légal. Ces aires correspondent généralement à l'emplacement de la bourse dans laquelle leurs actions sont échangées. On distingue typiquement les Etats-Unis, l'Europe, avec différentes aires en son sein, le Japon, et les « pays émergents », eux aussi distingués à leur tour dans des aires, comme l'Asie ou l'Amérique Latine. A l'intérieur de chaque aire, les entreprises sont distinguées par secteurs d'activité.

[209] Une équipe plus petite, notamment en termes de chiffre d'affaires, vendait de l'information sur les entreprises cotées aux Etats-Unis à des clients basés en Europe.

Ces secteurs peuvent être définis de manières différentes et varier avec le temps. A Brokers Inc. ils comprenaient la banque, l'industrie chimique, l'aérospatiale et la défense, la construction, les biens de consommation, etc. Un troisième critère de distinction, qui recoupe le dernier et se situe à l'intérieur de chaque aire géographique, est la capitalisation des entreprises, c'est-à-dire la valeur monétaire du total des actions d'une entreprise, qui est censée refléter la taille de leurs activités. Brokers Inc. était spécialisée dans les actions cotées en Europe, essentiellement d'entreprises françaises. Historiquement, la compagnie s'était établie dans les années 90 comme spécialiste des « petites capitalisations », c'est-à-dire des compagnies dont le prix total des actions ne dépassait pas les trois milliards d'euros.

Cette spécialisation plaçait Brokers Inc. dans une position particulière par rapport aux autres entreprises de *brokerage*. Les grandes entreprises, comme Goldman Sachs, Morgan Stanley, etc., proposent différents services financiers à leurs clients. Notamment, en ce qui concerne les actions, elles proposent les services juridiques et techniques pour les grandes transactions, comme les fusions, les acquisitions et les émissions d'actions. Comme je l'ai montré de manière indicative en introduction, ces activités peuvent constituer une part importante de leur chiffre d'affaires, et souvent dépasser les revenus issus de la vente d'analyse financière. De ce fait, ces entreprises sont souvent soupçonnées de manipuler l'analyse financière qu'elles vendent afin de faire des profits plus élevés dans les autres activités. En effet, lors d'une émission d'actions, le *broker* est payé en pourcentage du prix du total des actions émises, c'est-à-dire que sa commission augmente avec celui-ci. L'analyse financière produite par un *broker* qui s'occupe aussi des émissions d'actions de la même entreprise peut être soupçonnée de manipuler les investisseurs en les poussant à l'achat, ce qui ferait augmenter le prix[210], et donc les revenus du *broker* et de son client principal.

Par ailleurs, les grandes entreprises de *brokerage* analysent généralement les compagnies cotées de grande taille. Ces compagnies sont plus attrayantes pour elles, car elles ont un nombre d'investisseurs plus élevé, et donc offrent plus de clients pour la vente d'analyse financière. En même temps, ce sont des compagnies complexes à analyser dans le détail, souvent des multinationales avec de nombreuses activités, travaillant avec différents systèmes comptables, dans différents environnements économiques. Leur analyse suppose de nombreux moyens, que seules les grandes entreprises de *brokerage* peuvent se payer. Les petites capitalisations sont souvent laissées de côté par la plupart des entreprises de

[210] Pour prendre un cas récent, c'est le soupçon qui pèse sur Morgan Stanley concernant sa participation dans la vente d'actions d'EADS en 2006, alors que la compagnie connaissait des difficultés, ce qui a valu aux propriétaires des actions vendues l'accusation de « délit d'initiés ». Cf. par exemple, *Le Canard enchaîné*, 91ème année, n° 4538, 17 octobre 2007, p. 3.

brokerage. Elles sont considérées comme étant « sous-analysées » : l'information à leur sujet est faible. L'investissement dans les petites capitalisations est souvent le fait de gérants spécialisés. Du fait de leur taille, elles ne peuvent attirer des fonds importants et, dans l'allocation globale des fonds par les grandes compagnies de gestion[211], elles constituent généralement une partie réduite. A Acme SA, par exemple, une équipe de deux gérants et trois analystes était spécialisée dans les petites capitalisations européennes et avait un milliard d'euros sous gestion[212]. Par contre, parce qu'elles sont moins analysées et que le montant global de leurs actions est relativement faible, un mouvement fort d'achat ou de vente peut faire varier leur prix rapidement. D'où l'intérêt d'avoir une bonne information financière les concernant, et le fait que certains fonds d'investissement, notamment certains *hedge funds*, se spécialisent exclusivement dans ce secteur.

Brokers Inc. était spécialisée dans l'analyse des petites capitalisations, et utilisait les méthodes d'analyse standardisées dans la profession. Les acteurs de Brokers Inc. se présentaient volontiers comme agissant dans une « niche » commerciale, une spécialisation était renforcée par le fait que l'entreprise ne proposait pas d'autres services, contrairement aux grandes entreprises de *brokerage*. De ce fait, l'analyse proposée était censée être plus fiable et sa qualité était censée être la seule raison de la survie de l'entreprise.

Une situation commerciale en évolution

Brokers Inc. était la filiale aux Etats-Unis d'une entreprise, Brokers SA, établie en France dans les années 90. Cette entreprise avait grandi pendant ce qui a été appelé la « bulle Internet », lorsque le prix des actions de nombreuses entreprises, et donc le volume général des transactions et des capitaux investis, était en pleine croissance. Pendant cette expansion, Brokers Inc. s'est développée comme acteur dans la niche initiale de Brokers SA. Mais les dirigeants de cette dernière avaient décidé, de manière explicite, de commencer à analyser aussi de grandes capitalisations cotées en Europe, et pas seulement en France, afin de sortir de leur niche et d'entrer en concurrence avec les grandes entreprises de *brokerage*. Cette stratégie supposait d'augmenter le nombre d'employés, afin de « couvrir » un nombre plus élevé d'entreprises plus complexes. L'augmentation des effectifs pour entrer dans un marché plus concurrentiel supposait aussi de produire une analyse plus standardisée, contrairement à

[211] L'allocation désigne le processus par lequel la direction d'une entreprise de gestion distribue les fonds à gérer entre différents actifs financiers, sous la responsabilité de différentes équipes. J'en décrirai plusieurs aspects dans la suite du texte.

[212] L'équipe investissant dans de grandes capitalisations gérait onze milliards d'euros, distribués entre huit gérants avec six analystes.

l'image de *« boutique originale »* des débuts. Pour des raisons particulières, que j'analyserai plus bas, les dirigeants de Brokers Inc. s'étaient opposés à adopter cette stratégie. Je suis arrivé dans l'entreprise après l'explosion de la bulle Internet, à un moment où les revenus de Brokers SA se réduisaient, accompagnés de licenciements et d'une atmosphère dite délétère, ce qui n'était pas le cas à Brokers Inc. Un ancien dirigeant de Brokers SA, opposé à cette stratégie, et qui travaillait alors comme consultant sporadique pour Brokers Inc. résumait la situation ainsi : *« Ils ont sous-estimé la concurrence* […] *t'as de grands brokers, et ben, Brokers SA, pour les investisseurs américains, n'est quasiment pas ranké*[213] *comme broker européen mais comme broker français. Mais à ce moment-là, si tu veux être uniquement un broker français,* […] *il n'y a pas vraiment besoin de 800 personnes, il y a vraiment 400 personnes de trop chez Brokers SA* […] *parce que pour un broker français, tu as vraiment un problème économique, il n'y a pas 500 millions d'euros de commissions sur la France, uniquement pour Brokers SA. Donc Brokers SA a été obligé de sortir de la France* […] *Leur discours à l'époque c'était : « on va être le Goldman Sachs européen »* […] *mais t'as pas besoin de 100 analystes pour faire une analyse originale, intelligente, etc., il vaut mieux en avoir trente, expérimentés, astucieux, etc. Là il y a une armée d'analystes moyens, jeunes, en formation, qu'on forme pour couvrir ces valeurs européennes.* […] *A l'époque c'était la bulle, dans la bulle tout le monde gagnait de l'argent, mais ce qu'il faut regarder c'est que même le plus con gagnait des fortunes pendant la bulle hein !, y compris tous les escrocs etc., ce qu'il faut que tu regardes c'est la viabilité du projet dans le* bear market[214] *».* André, le directeur de Brokers Inc. relayait cette vue en se congratulant de sa stratégie pendant un entretien : *«l'atmosphère ici est excellente quand tu la compares à d'autres endroits* […] *le* bear market*, on s'y était bien préparés, j'ai pas embauché trop de monde avant, donc j'ai personne à virer ».*

En même temps, la réduction générale des fonds en circulation et des montants des transactions, avec la chute des prix des actions dans tous les marchés, qui dura de 2001 à 2003[215], ont entraîné des plans de restructuration dans de nombreuses entreprises de gestion de fonds pour tiers, qui avaient aussi vu augmenter leurs chiffres d'affaires, le nombre de

[213] De *« to rank »*, en anglais, que l'on peut traduire littéralement par *« classer »*.
[214] « Bear market » est l'expression utilisée pour parler d'un marché « baissier », « bull market » pour un marché « haussier ». « Bear » et « bull » peuvent aussi être utilisés pour décrire l'attitude d'une personne, analyste, *trader* ou gérant, par rapport aux prévisions sur l'évolution future des prix. Pour une analyse anthropologique de ces termes, et d'autres, que l'auteur lie à une *« pensée sauvage »*, cf. Baré, J.-F., 1991, « Images de la finance », *L'Homme*, Juillet-Septembre, XXXI° année, numéro 119, pp. 23-40.
[215] Par exemple, les prix de mars 2001 pour l'indice S&P 500, qui regroupe les 500 plus grandes capitalisaitons boursières américaines, n'ont été atteints à nouveau qu'en mai 2007.

leurs employés et leurs rémunérations. Cette restructuration passait par une remise en cause de certaines relations commerciales, et touchait la stratégie de vente de Brokers Inc. J'analyserai en détail cette remise en cause plus bas. Ici, il suffit de dire que Brokers Inc. vendait de l'information personnalisée, dans une logique héritée des pratiques des agents de change, qui avait été très bien rémunérée pendant la bulle Internet, mais qui était maintenant considérée par de nombreux acteurs comme étant trop chère par rapport à ce qu'elle permettait de faire. La standardisation de l'analyse et des procédures de vente à Brokers SA était, de fait, plus en ligne avec les nouvelles approches adoptées par les grandes entreprises de gestion.

En 2002, Brokers Inc. se trouvait ainsi dans la situation paradoxale d'avoir suivi une stratégie rémunératrice qui lui avait permis d'éviter de souffrir de la fin de la bulle Internet, tout en étant progressivement en porte-à-faux par rapport aux nouvelles approches de la vente d'analyse financière, qui étaient la conséquence organisationnelle, du moins dans les discours explicites, de l'explosion de cette même bulle. Le gérant de Brokers Inc., comme un grand nombre de ses employés et d'autres acteurs dans les marchés des actions considéraient qu'il s'agissait du passage d'une activité de *« boutique »* à une standardisation, une transformation souvent désignée par le terme *« industrialisation »*. Ce mouvement était lent, mais présent dans les pratiques des acteurs à Brokers Inc., et notamment dans leurs projections concernant le futur. C'est dans ce cadre qu'il faut comprendre les positions de chaque acteur dans la distribution des tâches professionnelles, dont les raisons officielles étaient en transformation.

2) Les tâches professionnelles à Brokers Inc. : des relations au sein de l'entreprise et avec des partenaires commerciaux

Les personnes observées à Brokers Inc. avaient des positions définies à partir de tâches professionnelles différenciées. Les différences concernaient les manières d'évaluer, des hiérarchies au sein de Brokers Inc., et les rapports avec les partenaires commerciaux de l'entreprise. Ces trois éléments, constitutifs les uns des autres, étaient en transformation à l'époque où je les ai observés, en rapport avec ce que je viens de décrire. J'analyserai ici les tâches professionnelles dans le rapport commercial dans lequel existe Brokers Inc., pour pouvoir dessiner ensuite la problématisation des pratiques d'évaluation de cette première partie. Brokers Inc. était définie essentiellement comme une entreprise vendant de l'analyse financière, et les tâches y étaient définies comme des rapports différents aux actions cotées

des entreprises sur lesquelles la compagnie produisait de l'information[216]. En même temps, cette distinction ne correspondait pas au mode de rémunération qui, comme pour le reste des entreprises de *brokerage*, se faisait exclusivement à travers l'activité d'achat et de vente d'actions.

Des tâches professionnelles différenciées au sein de Brokers Inc. et dans ses relations commerciales avec les investisseurs institutionnels

Les positions des employés dans Brokers Inc. étaient définies de manière explicite à partir d'une distinction de tâches professionnelles. Ces positions étaient celles d'analyste, de vendeur, de *trader*, de *back office* et de direction. Elles correspondaient en partie aux positions des partenaires commerciaux de Brokers Inc., où l'on distinguait les mêmes tâches, à part celle de « vendeur », dont le partenaire commercial était le gérant de fonds. Pour distinguer un employé d'un fonds de gestion, on disait qu'il était du *« buy side »*, les employés des entreprises de *brokerage* étant appelés *« sell side »*[217].

Les analystes de Brokers Inc. étaient censés produire de l'analyse financière concernant des entreprises cotées notamment dans Euronext. Pour chaque entreprise cotée, les analystes passaient du temps à analyser ses comptes, son histoire et sa stratégie. Ils rencontraient la direction de l'entreprise dans des réunions publiques ou de manière personnalisée, même si l'entreprise cotée était tenue de ne fournir que de l'information publique, accessible de manière égale pour tous les investisseurs. Les analystes se spécialisaient par secteur, selon les lignes que j'ai définies plus haut, et étaient censés être ceux qui connaissent le plus les compagnies qu'ils analysent, par rapport aux autres employés de Brokers Inc. Ils fournissaient leur information sous forme de documents, généralement de une à dix pages, où étaient consignés des données comptables de l'entreprise, des données la mettant en rapport avec d'autres entreprises cotées, un texte sur la position de l'entreprise et un prix théorique de l'action, généralement différent du prix coté[218].

Les vendeurs étaient censés « vendre » l'analyse financière produite par les analystes, de manière personnalisée, aux gérants de fonds d'investissement. Ils prenaient le premier contact avec le gérant et initient la relation commerciale entre leurs employeurs. Ils

[216] Comme il deviendra clair par la suite, l'analyse financière, l'information et l'interprétation vont toujours ensemble. J'utiliserai les expressions « analyse financière » et « information financière » indistinctement.
[217] Certaines personnes observées m'ont indiqué que la distinction entre *sell* (vendre) et *buy* (acheter) rappelle l'histoire des agents de change, seuls habilités à négocier des titres de bourse. Ces acteurs « vendaient » des titres aux investisseurs qui, classiquement, les gardaient pendant de longues années (et n'étaient donc pas très « vendeurs »).
[218] Ce n'était pas le cas à Brokers Inc., mais parfois ce document comporte aussi, de manière visible, une recommandation comme « *buy* », « *sell* » ou « *neutral* ».

lisaient les analyses produites par les analystes et les complétaient avec d'autres données, quotidiennes, produites par des médias spécialisés ou grand public, et avec leur propre expérience. De nombreux vendeurs ont d'abord été analystes. Ces derniers produisaient un seul document d'analyse par compagnie, distribué par courrier électronique à tous les clients qui pouvaient être intéressés par telle ou telle compagnie, et disponible pour eux dans le site Internet de Brokers SA. Les vendeurs, par contre, développaient des argumentaires et synthétisent les informations de manière personnalisée pour chacun de leurs clients. Les documents des analystes étaient considérés comme la base de cette analyse personnalisée, que le gérant de fonds et l'analyste *buy side* lisaient rarement en entier, du fait, selon tous les acteurs, de leur *« manque de temps »*. L'analyse la plus approfondie, produite par les analystes, parvenait aux gérants surtout à travers la personnalisation qu'en faisaient les vendeurs. De temps en temps, pour des informations précises, les gérants ou les analystes *buy side* contactaient les analystes *sell side*.

En général, la tâche de chaque gérant de fonds consiste à décider d'allouer les fonds sous sa responsabilité, parmi quelques dizaines d'entreprises cotées dans un secteur défini par sa hiérarchie et censé correspondre à sa spécialité. Celle-ci est acquise au fil du temps, avec l'expérience, les gérants étant souvent d'anciens analystes ou vendeurs. Par exemple, un gérant d'un fonds de pension ou mutuel peut avoir à investir 700 millions de dollars US dans des entreprises cotées dans Euronext. Il a accès à plusieurs entreprises de *brokerage*, rarement plus d'une dizaine, dans lesquelles il a un correspondant commercial unique, le vendeur, avec qui il établit une relation personnelle qui peut durer de nombreuses années. Le vendeur lui fournit des informations qu'il utilise pour décider d'acheter ou de vendre une certaine quantité d'actions de telle ou telle entreprise. Le gérant ne lit pas en entier toutes les analyses produites par les analystes *sell side*, et ses contacts avec les vendeurs dépassent rarement les quelques minutes passées au téléphone, ce qui souvent n'arrive pas tous les jours. Quelques fois par an, il rencontre aussi le vendeur, dans leur lieu de travail ou encore dans des sorties payées par ces derniers, ce qui donne à lieu à des justifications diverses, mais est censé permettre une meilleure communication entre les deux partenaires commerciaux. Une partie de l'information utilisée par les gérants provient aussi de leurs interactions avec les analystes de leur propre entreprise.

Les analystes *buy side* collectent de l'information sur les entreprises cotées en réalisant un travail semblable à celui des analystes *sell side*. Mais ces derniers se spécialisent dans des secteurs qu'ils analysent de manière exclusive, alors que les analystes *buy side* s'intéressent essentiellement aux actions dans lesquelles investissent les gérants de fonds de

leur entreprise. Dans le cas des gérants de fonds clients de Brokers Inc., ils étaient souvent spécialisés dans les actions européennes, parmi lesquelles les petites capitalisations constituaient une faible part. Un certain nombre travaillaient pour des *hedge funds* qui pouvaient par contre investir lourdement dans de petites capitalisations. Dans la majorité des cas, celle des fonds dits « classiques », comme les fonds de pension ou mutuels, chaque gérant investit l'argent sous sa responsabilité dans plusieurs dizaines d'actions. Les analystes *buy side* ne peuvent pas les analyser toutes de manière approfondie. Les vendeurs sont donc nécessaires pour les alerter des changements quotidiens. Par ailleurs, les analystes *sell side*, spécialisés chacun dans un nombre restreint de compagnies[219], fournissent à un grand nombre de gérants une analyse qu'aucun d'entre eux ne pourrait produire tout seul, ce qu'un gérant présentait en entretien comme une *« mutualisation des coûts »*.

Les rôles des employés dans le *back office*, chez les gérants de fonds et à Brokers Inc., étaient divers. Ils tenaient la comptabilité des transactions pour le compte de leur employeur. Ils confirmaient que les partenaires commerciaux étaient d'accord sur les montants échangés et sur les commissions payées. Finalement, ils vérifiaient que chaque transaction était conforme aux règles comptables, aux règles établies par la Securities and Exchange Commission, et à des lois diverses, par exemple contre le blanchiment et, en 2002, contre le financement du terrorisme, tel qu'il était défini dans la loi nommée « Patriot Act »[220].

La rémunération des services de Brokers Inc. à travers l'activité des traders

De manière générale, il était considéré que l'activité qui rémunérait Brokers Inc. était la vente d'analyse financière, qui permettait aux gérants d'évaluer les actions cotées. Comme on le verra, la hiérarchie symbolique et des salaires correspondait à cette logique dans l'entreprise. Néanmoins, comme pour le reste des entreprises de *brokerage*, la rémunération par les entreprises de gestion de fonds se faisait à travers l'activité des *traders*. Leur rôle était le même dans les entreprises de gestion et chez les *brokers*. De manière générale, le gérant de fonds, qui décide d'acheter ou de vendre une certaine quantité d'actions, n'effectue pas la transaction. Il donne *« l'ordre »* d'achat ou de vente au bureau de *traders* de son entreprise, et ces derniers, par téléphone, achètent ou vendent la somme demandée. Pour rémunérer un

[219] Pour les plus grandes capitalisations, un analyste peut être spécialisé dans une dizaine de compagnies.
[220] Brokers Inc., ainsi que ses partenaires commerciaux, étaient toutes des entreprises basées aux Etats-Unis, et donc tenues de respecter le droit américain, même si les transactions concernaient des actions cotées en Europe. Les droits américains et européens étaient assez compatibles, mais avec quelques différences plus ou moins mises en relief par les acteurs.

broker, les gérants indiquent à leurs *traders* d'effectuer les achats et les ventes à travers les *traders* de cette entreprise, une transaction qui implique le paiement d'une commission par l'entreprise de gestion à l'entreprise de *brokerage*. Par exemple, si John, gérant de fonds de Citibank souhaite rémunérer les services de Jacques, vendeur de Brokers Inc., il donnera l'ordre à son bureau de *traders* d'acheter ou de vendre une certaine quantité d'actions à travers les *traders* de Brokers Inc. Un *trader* de Citibank appellera un *trader* de Brokers Inc. pour lui donner l'ordre d'achat ou de vente. Ce dernier effectuera ensuite la transaction pour le compte du client. Cette transaction sera payée en fonction du montant acheté ou vendu. Typiquement, à Brokers Inc., la commission payée était de 25 points de base, c'est-à-dire que si le *trader* de Brokers Inc. achetait un million de dollars US d'actions de Total pour John de Citibank, cette entreprise était en train de rémunérer Brokers Inc. à la hauteur de 2500 dollars US. La seule rémunération perçue par Brokers Inc. pour le travail de Jacques auprès de John, ainsi que pour le travail des analystes et du *back office*, était payée à travers le travail des *traders* de l'entreprise.

Les tâches professionnelles étaient définies à Brokers Inc. dans leurs interactions au sein de l'entreprise et dans les relations avec ses partenaires commerciaux. Les vendeurs établissaient une relation personnalisée avec les gérants de fonds. Les *traders* des deux partenaires commerciaux se connaissaient, souvent personnellement, mais parfois seulement par téléphone. Les analystes *buy side* et *sell side* développaient rarement des rapports personnalisés avec les clients de leurs employeurs, qui étaient toujours subordonnés aux relations entre gérants et vendeurs. Les employées[221] du *back office* de Brokers Inc. connaissaient souvent personnellement, par téléphone, leurs partenaires dans les entreprises clientes de leur employeur. Les relations entre Brokers Inc. et les entreprises de gestion de fonds concernaient différentes tâches professionnelles, rémunérées en principe pour l'activité d'analyse financière, basée sur l'analyse de fond des analystes, transmise par les vendeurs de manière personnalisée, et payée à travers l'activité des *traders*, les employées du *back office* assurant la réalisation concrète des paiements, leur concordance comptable et leur conformité avec différentes régulations.

Les positions au sein de Brokers Inc. étaient hiérarchisées et s'organisaient en tâches différentes, qui correspondaient aux multiples rapports entre l'entreprise et ses clients. Tous ces rapports étaient définis, dans leur justification officielle, par la raison commerciale de l'entreprise, qui était de fournir de l'information financière à des investisseurs institutionnels.

[221] Je reviendrai plus bas sur le fait que toutes les employées du *back office* à Brokers Inc. étaient des femmes.

La distinction hiérarchisée de tâches correspondait aussi à une différence dans les rapports à l'évaluation financière que vendait Brokers Inc.

3) L'évaluation financière comme rapport de forces : des pratiques dans une organisation sociale en transformation

L'évaluation financière est le fait d'employés qui réalisent des tâches professionnelles distinguées selon les différentes manières d'évaluer. Pour l'analyser, il faut donc étudier les rapports entre ces personnes, au sein de Brokers Inc. et dans ses relations commerciales. Ces rapports étaient en partie hiérarchiques, organisés selon des logiques particulières de la finance contemporaine, notamment dans la définition des salaires, des bonus et des légitimités professionnelles. La distinction des tâches à Brokers Inc. n'était pas originale, mais se retrouve dans le reste de l'industrie financière. Les rapports entre ces tâches peuvent être différents ailleurs, et étaient en transformation à Brokers Inc. à l'époque de mes observations. J'analyserai ici de manière introductive l'organisation des tâches comme un rapport entre pratiques d'évaluation différentes, dans une organisation sociale en transformation. La description de ces rapports occupera le reste de cette première partie. Ici, elle me permettra de clarifier ce qui, dans leur description, concerne la finance contemporaine comme espace de pouvoir.

L'évaluation financière à travers des interactions dans une organisation sociale en mutation

Les tâches professionnelles se distinguaient à Brokers Inc. en mobilisant de manière différente des concepts communs, qui définissent de manière théorique la valeur des actions cotées. L'évaluation définit d'abord un taux de profit de référence, considéré *« sans risque »*, par rapport auquel un actif est comparé et défini en tant que source de revenu. Ensuite, trois approches de la valeur sont développées. La première considère qu'il y a une valeur intrinsèque, *« fondamentale »*, de l'actif, définie par son activité propre et comparable au taux « sans risque » de référence. Une deuxième approche inscrit l'actif dans une *« classe d'actifs »*. Dans cette approche, constitutive de la première, chaque actif est comparé à partir des critères qui définissent tous les membres de la classe, établis en partie par la possibilité de la comparaison elle-même. Finalement, une troisième approche, *« spéculative »*, définit la valeur de l'actif par rapport aux revenus qui peuvent être obtenus en spéculant sur une variation de prix sur le court terme selon des logiques d'offre et de demande. Toutes ces

définitions de la valeur sont censées être le fait d'une « personnalité évaluatrice », qui mobilise ses capacités cognitives pour apprécier la *« juste »* valeur d'un action cotée.

Les tâches professionnelles que je viens de décrire se distinguaient par leurs rapports à ces différentes approches de la valeur.Les analystes financiers produisaient des documents, souvent signés, mais qui ne les engageaient pas dans un rapport personnel avec des clients, censés représenter de manière le plus fidèle possible leur point de vue sur la valeur d'une action à un moment donné. L'analyste mobilisait toutes les approches de la valeur pour constituer son opinion, mais était censé être, parmi les différents acteurs, le plus proche d'une évaluation « fondamentale ».

Les vendeurs utilisaient des arguments proches de ceux des analystes, mais le faisaient en cherchant à établir une relation commerciale de moyen ou long terme avec des clients qui se présentaient sous la forme de personnes particulières, avec des besoins spécifiques. Le travail interprétatif qui se créait dans le dialogue entre le vendeur et le gérant restait proche de l'analyse de l'analyste, tout en la transformant, voire la contredisant, par l'ajout d'information quotidienne supplémentaire, d'intuitions différentes sur le futur économique ou des marchés financiers eux-mêmes. Dans ce travail, les vendeurs pouvaient appliquer les différentes approches de l'évaluation, sans nécessairement les hiérarchiser.

Les *traders* mobilisaient essentiellement l'évaluation « spéculative », en exécutant les ordres d'achat et de vente donnés par le *trader buy side*. Ces critères ne se résumaient pas simplement à avoir le meilleur prix de la journée (le plus bas à l'achat, le plus haut à la vente). Les clients pouvaient demander différents types de prix, comme la moyenne de la journée ou le prix à une certaine heure. Dans tous ces cas, le *trader* était censé connaître, ou devait pouvoir prétendre connaître les logiques des mouvements des prix quotidiens du marché.

Les employés du *back office* accomplissaient des tâches évidemment fondamentales pour le déroulement de l'activité d'évaluation. Mais ces tâches pouvaient être effectuées, et l'étaient à Brokers Inc., sans connaître les méthodes d'évaluation. Ce qui définissait les pratiques de ces employées, dans leur rapport à l'évaluation, était de contrôler le bon déroulement, l'inscription juridique, comptable et opérationnelle, des résultats des pratiques d'évaluation, c'est-à-dire des opérations d'achat et de vente d'actions par les *traders* de Brokers Inc.[222] Cette position marginale par rapport à l'évaluation était encore plus marquée

[222] Comme dans de nombreux autres lieux de travail, à Brokers Inc. la proportion de femmes dans les tâches subordonnées était plus forte que dans les autres tâches. Il y avait seulement deux femmes parmi les sept vendeurs et aucune parmi les *traders* et analystes basés à New York. Je n'analyserai pas ici de manière systématique ce phénomène, ce qui m'éloignerait de l'objet de la recherche, mais en intégrerait certaines logiques pour rendre compte des rapports à Brokers Inc. à différents endroits du texte.

pour la secrétaire et le stagiaire chargé de l'équipement informatique, envoyé par la maison-mère de Paris.

La direction de Brokers Inc. était composée à l'époque de deux vendeurs et un *trader* senior, qui avaient les plus gros clients et étaient à l'origine de la création de la filiale à New York, et d'un *Chief Financial Officer* (CFO)[223]. Ce dernier, spécialisé dans les questions légales concernant les pratiques financières, était essentiellement chargé de superviser le bon fonctionnement du *back office* et la conformité des procédures au sein de Brokers Inc. avec une régulation changeante.

Ces différentes tâches étaient organisées selon une hiérarchie qui liait la légitimité professionnelle au volume de salaire et de bonus. A l'exception du stagiaire chargé de la maintenance du matériel informatique et de deux traducteurs[224], payés directement par la maison-mère, tous les employés recevaient un salaire mensuel, fixé dans leur contrat de travail avec Brokers Inc., et un bonus variable, payé au mois de février. Les différences de salaires étaient exacerbées par le paiement des bonus, selon une procédure étendue dans l'industrie financière pour ces tâches professionnelles[225]. Ces différences étaient censées correspondre à la participation de chaque acteur à la réalisation du chiffre d'affaires de l'entreprise. Elles étaient liées à une légitimité personnelle de chaque acteur et de son approche de l'évaluation financière.

A Brokers Inc., les vendeurs étaient en haut de la hiérarchie. Leurs salaires fixes étaient proches de ceux des *traders*, autour de 100 000 dollars avant impôts par an. Mais avec le bonus, le directeur de l'entreprise, âgé de 40 ans et avec près de 15 ans de métier, percevait près d'un million de dollars par an. Dans l'équipe qui s'occupait des clients basés aux Etats-Unis, le vendeur le moins payé, âgé de 27 ans et depuis moins de deux ans à son poste, percevait près de 300 000 dollars par an. Le *trader* le mieux payé, qui était aussi, comme les deux vendeurs senior, un *partner*, c'est-à-dire actionnaire de l'entreprise[226], percevait autour de 500 000 dollars, et le *trader* de son équipe le moins bien payé autour de 200 000 dollars.

[223] Ce rôle peut être très différent selon les entreprises. Normalement, il est fondamental, et concerne les activités financières, comme la gestion de la trésorerie et de l'endettement d'une entreprise. Dans le cas particulier de Brokers Inc., où la direction se définissait par ses compétences en finance, le CFO avait plus un rôle de contrôle du respect des réglementations.

[224] Ces traducteurs étaient détachés par Brokers SA à New York, pour des raisons de fuseau horaires, et utilisaient les bureaux de Brokers Inc. pour des raisons de commodité, mais leur activité était indépendante de l'équipe basée à New York, avec laquelle ils interagissaient néanmoins de manière quotidienne.

[225] Cf. les études d'Olivier Godechot citées plus haut.

[226] Les *partners* percevaient aussi des dividendes, et toute plus-value due à l'appréciation du prix de revente de l'entreprise. L'entreprise fut rachetée par une grande banque française en 2004. Je n'ai pas pu avoir connaissance de ces montants.

En bas de la hiérarchie, la personne la moins bien payée du *back office* percevait autour de 30 000 dollars par an.

Le calcul du bonus se faisait à partir de la part de chaque client dans le chiffre d'affaires. Chaque vendeur ayant ses propres clients, une liste circulait de temps en temps pour rappeler combien avait été payé par les clients de qui. Il en était de même pour les *traders*, qui avaient chacun leurs partenaires. Il était donc facile de définir, pour chaque vendeur et *trader*, combien avait été apporté par les clients qui passaient par eux. Par contre, il était, techniquement, impossible d'avoir un chiffre permettant de distinguer l'importance, pour chaque client, du *trader* par rapport au vendeur. A Brokers Inc., dont l'image commerciale reposait sur la qualité de l'analyse vendue, les vendeurs étaient censés apporter plus au chiffre d'affaires, et avoir droit à une part plus importante des bénéfices sous forme de bonus. Ce dernier était calculé à partir des commissions payées par les clients de chacun, mais son montant exact était décidé par la direction sans appel, et ne correspondait pas nécessairement à un calcul mathématique stable. Les bonus de la secrétaire, des employées du *back office* et du CFO étaient par contre censés refléter l'évolution de l'activité globale de Brokers Inc., qui était en expansion continue depuis sa création en 1996.

La place des analystes était particulière à Brokers Inc. Les analyses vendues par les vendeurs à des gérants de fonds basés aux Etats-Unis étaient produites par des analystes employés par la maison-mère à Paris. Brokers Inc. payait un forfait global pour cette analyse, et le directeur concédait volontiers que le rapport de « filiale » était presque celui d'une franchise sur le nom, reconnu dans la profession, et d'un achat d'analyse produite par des analystes. Les salaires des analystes basés à Paris, selon les dires des acteurs basés à New York, ne dépassaient pas, sauf pour les seniors, les 100 000 dollars par an, et pouvaient être considérablement en deçà de ce chiffre.

A Brokers Inc., sur les 25 employés, une petite équipe, constituée de trois analystes, deux vendeurs et un *trader*, vendait de l'analyse financière concernant les entreprises cotées aux Etats-Unis à des gérants de fonds d'investissement basés en Europe, notamment en France et en Suisse. Les analystes de cette équipe faisaient un travail légèrement différent de celui considéré comme normal, que j'ai décrit plus haut. Plutôt que de se spécialiser dans des secteurs, ils cherchaient des idées d'investissement intéressantes parmi les milliers de compagnies cotées aux Etats-Unis. Ils produisaient de manière régulière des analyses sectorielles ou globales, par exemple sur les normes comptables ou les produits dérivés utilisés par les grandes entreprises cotées aux Etats-Unis, et des analyses sur quelques compagnies ciblées pour leur attrait. Leur rôle était ambigu, les clients de l'équipe étant

essentiellement liés personnellement au vendeur senior. Ce dernier considérait qu'ils étaient surtout un *« alibi »*, puisque ses clients devaient montrer qu'ils achetaient de l'analyse financière produite par une équipe ayant des analystes, même si dans ce cas, de l'aveu des analystes eux-mêmes, les vendeurs utilisaient à peine ce qu'ils produisaient. Malgré cette position marginale, leurs salaires correspondaient aux salaires moyens qu'ils auraient pu avoir ailleurs, afin de les retenir dans l'entreprise. Le revenu annuel du vendeur senior était proche de celui des autres vendeurs et les bonus des autres membres de l'équipe correspondaient à la hiérarchie que j'ai décrite plus haut.

La distribution des légitimités au sein de Brokers Inc. quant à la participation au chiffre d'affaires de l'entreprise, accompagnait une distribution inégale des ressources monétaires et une distinction hiérarchisée des différentes approches de l'évaluation financière. Cette distribution n'était pas originale, mais elle pouvait être différente ailleurs. Dans les grandes compagnies de *brokerage*, certains analystes renommés sont mieux payés que les vendeurs. Ces derniers légitiment leur position souvent par la capacité à attirer des clients pour des opérations autres que la vente d'analyse financière, comme le montage technique et relationnel de l'émission d'actions, de fusions, acquisitions et scissions. La position particulière de Brokers Inc., comme entreprise spécialisée dans une niche définie par la qualité de l'analyse financière personnalisée, correspondait à la place première acquise par les vendeurs et leur approche de l'évaluation.

En même temps, les évolutions que j'ai décrites plus haut concernaient cette hiérarchisation au sein de Brokers Inc. La gestion de fonds investis dans des actions évoluait depuis la fin des années 90 vers une gestion dite « indicielle », dans laquelle la place du gérant, sa capacité à faire de bons choix d'investissement, se voyait réduite par rapport à son obligation de suivre de près un indice boursier[227]. Cette position plus faible du gérant s'accompagnait d'un affaiblissement de la position des vendeurs.Dans la gestion indicielle, l'investisseur institutionnel propose à son client, qui lui fournit les fonds, de sur-performer[228] légèrement un indice. Ceci implique que les gains sur le prix des actions cotées, même faibles, obtenus par un bon *trader* pendant la journée peuvent être très importants, puisque les gérants ne peuvent pas choisir librement dans quelles actions investir. La place des *traders*,

[227] Les indices boursiers sont produits par des entreprises privées. Il s'agit d'un indicateur chiffré de l'évolution des prix d'un ensemble d'entreprises cotées. Lorsque les gérants suivent l'indice, ils investissent les fonds qui leur sont alloués dans les entreprises qui composent l'indice. La part de chaque entreprise dans l'investissement, sa *« pondération »*, correspond au pourcentage de sa capitalisation dans l'addition des capitalisations de toutes les entreprises de l'indice. J'analyserai tous ces éléments plus bas.

[228] C'est-à-dire d'obtenir une *« performance »*, c'est-à-dire un revenu, supérieur à celle qui serait obtenue en répliquant l'indice de manière exacte.

spécialisés dans les variations légères des prix sur le court terme, devenait plus importante à l'époque de mes observations, ce que j'ai pu corroborer à partir des entretiens effectués en France à Acme et ailleurs de 2002 à 2004. Cette place était néanmoins ambiguë, comme on le verra plus bas. Mais ce qu'il est important de remarquer ici, est que ce n'était pas seulement un rapport de pouvoir professionnel qui était mis en cause, mais aussi une certaine approche de l'évaluation financière. Dans la suite du texte, j'essaierai de décrire les pratiques d'évaluation de la finance contemporaine comme un rapport de pouvoir, à partir des interactions dans des organisations sociales en transformation.

Les bureaux de Brokers Inc. étaient situés au 26ème étage d'une tour, dans la zone financière de Manhattan, ce qu'on appelle le « Midtown ». La tour est entourée d'autres tours, souvent beaucoup plus hautes qu'elle, et des fenêtres on perçoit une forêt de gratte-ciels en verre aux formes plus ou moins sophistiquées. Les bureaux de Brokers Inc. occupaient la totalité du dernier étage. Ils étaient composés de trois salles de petite taille, deux pour le directeur et pour le CFO, et une pour recevoir des *« conference call »*[229], avec un écran et des hauts parleurs, dans laquelle j'ai passé la plupart des entretiens avec les employés de l'entreprise. Ces derniers travaillaient tous ensemble dans une grande salle ouverte, de près de 100 mètres carrés. Ils étaient disposés en trois files de bureaux. Quand on arrivait de l'ascenseur, on se retrouvait dans un petit hall d'entrée, dans lequel travaillait la secrétaire. Depuis ce hall, on pouvait accéder aux bureaux de la direction ou à la salle commune. Dans cette dernière, les bureaux du *back office* étaient les plus près de la porte, ceux de l'équipe travaillant pour des clients européens venaient ensuite. L'équipe des vendeurs et traders travaillant pour des gérants basés aux Etats-Unis était au fond de la salle, collée aux grandes fenêtres qui donnaient une vue sur l'ouest de la ville. Ils avaient la meilleure vue, même si tous les murs extérieurs de l'immeuble étaient en verre. Depuis la grande salle, on accédait à une petite cuisine et au bureau du stagiaire chargé de la maintenance du matériel informatique.

Au centre de la grande salle, où j'étais installé et où le directeur de l'entreprise venait travailler des temps en temps, se trouvait une grande table, où les vendeurs, *traders* et analystes faisaient parfois des pauses « café » et, surtout, déjeunaient la plupart du temps. On m'a vite fait comprendre l'importance pour ces employés de ne pas quitter le bureau, y compris à midi, au cas où un client voudrait les joindre. Deux jours après mon arrivée à Brokers Inc., j'assiste, à midi, à la fête d'anniversaire de Juliette, deuxième vendeuse plus

[229] Un appel téléphonique en conférence, dans lequel plusieurs personnes peuvent participer en même temps.

importante après André, le directeur de l'entreprise, et *partner* comme lui. On me fera remarquer que ce que je vois est habituel pour tous les anniversaires : tout le monde fait une pause, on ouvre une ou deux bouteilles de champagne et les 25 employés de l'entreprise se retrouvent, de manière dispersée, autour d'une table au centre des grands bureaux sans murs, entourés de fenêtres donnant sur les autres tours. Certaines personnes restent toute l'heure que dure la pause, d'autres passent quelques minutes. Je me dis qu'avec 25 employés, cela fait une moyenne d'une fête d'anniversaire toutes les deux semaines. J'aurai en effet l'occasion de me retrouver plusieurs fois dans cette situation.

Pendant ces rencontres, où tout le monde est plus ou moins tenu de faire acte de présence, le directeur de l'entreprise, dont le personnage officiel est d'être d'un humour agressif, fait des blagues sexuelles sur Juliette, avec qui il travaille depuis plus de dix ans. Il remarque qu'elle a pris du poids, devenant une *« vache »*, ce qui va lui empêcher d'assouvir ses désirs sexuels avec des jeunes, notamment lors de ses voyages en vacances en Jamaïque. Juliette lui répond, d'une voix tout aussi forte, face au regard amusé de plusieurs vendeurs, *traders*, analystes et des employées du *back office*, qui, elles ne comprennent pas le français, que si André dit ça c'est parce qu'il est petit et chauve (il est nettement plus petit que Juliette). Tous les présents qui comprennent le français rient plus ou moins fort.

Après plusieurs semaines dans l'entreprise, je remarquerai enfin que certains vendeurs sont moins présents que d'autres à ces réunions et que les employées du *back office*, qui sont loin de s'entendre toutes bien entre elles, se déplacent ensemble de leurs bureaux, situés à trois mètres de la table centrale, restent assises dans un même coin et repartent ensemble, sous la direction de leur responsable. Les blagues et remarques sexuelles ou agressives seront devenues normales pour moi, et je commencerai à être capable d'interagir en les utilisant, de manière à me construire une place confortable dans un espace où les rapports de force peuvent rendre le quotidien douloureux pour ceux qui se retrouvent dans des positions « faibles ». J'aurai compris que si certains rient encore lorsque, haut et fort pour que tout le monde dans la salle ouverte l'entende, André dit au téléphone à un client avec qui il est ami depuis longtemps qu'il peut *« aller* [se] *faire enculer par une horde de sangliers en rut »*, d'autres considèrent que sous couvert de blagues, il impose une pression pour le résultat et un mépris pour ceux qui ne réussissent pas qui rend l'atmosphère angoissante. La disposition des personnes dans l'espace des bureaux, dans les hiérarchies des salaires et des bonus, que l'on retrouve à des moments comme les fêtes d'anniversaire, peut conduire analyser l'entreprise

comme un « champ » de rapports de forces[230]. Cependant, comme je viens de l'indiquer, et comme nous le verrons dans la suite de ce texte, les rapports de force à l'intérieur de l'entreprise sont liés aux rapports commerciaux dans lesquels elle s'inscrit. Les distinctions au sein de Brokers Inc. ne peuvent se comprendre dans leur régularité qu'en les inscrivant dans les rapports commerciaux de l'entreprise avec ses clients, et dans les différentes approches de l'évaluation financière qui s'y développent, avec leurs légitimités spécifiques. Ces conflits ne sont pas l'objet direct de ce texte, mais ils permettent de comprendre les modalités concrètes du pouvoir d'évaluation de la finance contemporaine.

La finance contemporaine comme un espace de pouvoir d'évaluation

Les différentes tâches professionnelles à Brokers Inc., notamment celles des analystes, vendeurs et *traders*, se définissent en partie à travers différentes manières d'évaluer, qui sont complémentaires et peuvent aussi entrer en conflit. Les pratiques d'évaluation sont agencées concrètement dans les rapports sociaux au sein d'organisations comme Brokers Inc. et dans les rapports commerciaux qui les lient à d'autres entreprises. L'analyse de ces rapports nous donne un aperçu de la distribution des capacités d'évaluer dans la finance contemporaine, où les différentes formes d'évaluation ont des influences variées sur la définition du réel, de ce que sont une entreprise et son activité. La distribution hiérarchique des manières d'évaluer à Brokers Inc. peut être différente dans d'autres organisations et ne donne pas accès à une organisation globale de l'évaluation qui serait répliquée à l'identique partout dans l'industrie financière. Néanmoins, ce que nous pouvons observer à Brokers Inc. est un des agencements possibles des différentes manières d'évaluer. Ces dernières, agencées autrement, restent les mêmes ailleurs dans la finance contemporaine. Ceci est vrai également pour le contenu des méthodes d'évaluation des actions que pour les principes d'évaluation financière, qui, comme on le verra dans la suite de ce texte, concernent les autres actifs financiers.

Dans les chapitres qui suivent, j'analyserai comment l'ontologie décrite par les approches reprenant la « valeur actionnariale » se retrouve dans toutes les manières d'évaluer observées à Brokers Inc. et que l'on retrouve ailleurs dans l'industrie financière. Cette ontologie est mobilisée différemment selon les tâches professionnelles, et donne lieu à des positionnements divers selon les personnes. Elle constitue néanmoins un imaginaire, commun, fragmenté et mobile dans les interactions quotidiennes. L'analyse des différentes

[230] Bourdieu, P., 2000, *Les structures sociales de l'économie*, Editions du Seuil, Paris, pp. 252-254.

positions et de leurs interactions à Brokers Inc. nous permet alors de comprendre ce qui, dans la diversité des pratiques, est constitué comme une définition indépassable du réel, de l'activité des entreprises cotées en bourse. Cette définition est théorisée dans des manuels d'analyse financière, instituée par des institutions académiques et des Etats. Mais elle est effective dans la distribution de ressources par la manière dont elle est mobilisée par les employés des entreprises qui constituent la finance contemporaine.

La description des pratiques d'évaluation à Brokers Inc. nous permet d'approcher la finance contemporaine comme un espace de pouvoir d'évaluation, à partir d'un fragment de son quotidien. Cet espace se définit par des pratiques régulières, distribuées de manière hiérarchisée dans les interactions qui les constituent, et dont l'étendue est limitée au sein d'organisations sociales, comme les entreprises de l'industrie financière. Cette limite à l'étendue des pratiques d'évaluation est aussi le différentiel de pouvoir d'évaluation qui distingue la finance contemporaine du reste des pratiques, sur lesquelles elle peut avoir une influence particulièrement forte. L'évaluation définit en effet les objets d'investissement possibles, et les conditions de leur accès au financement, en établissant par là les possibles et les impossibles pour les rapports de crédit, où sont ou ne sont pas distribuées les ressources monétaires, et selon quels critères. Ceci a de fait une influence considérable dans les activités susceptibles d'être financées[231].

Pour voir comment, au sein de Brokers Inc., les différentes manières d'évaluer sont agencées dans les rapports sociaux organisés autour de tâches professionnelles hiérarchisées, je présenterai d'abord les principaux éléments théoriques qui permettent d'évaluer une action, et qui sont mobilisés différemment par tous les acteurs. Ceci me permettra, dans les chapitres suivants, d'analyser les pratiques de l'ontologie de la valeur actionnariale. Il s'agira de voir comment les acteurs utilisent cette ontologie dans des interactions qui, organisées à travers ses différentes possibilités théoriques, la stabilisent comme horizon indépassable de l'évaluation et la rendent effective comme définition du réel financier.

[231] J'analyserai brièvement cette influence pour les actifs observés dans cette thèse, mais elle n'a pas fait partie de ce que j'ai pu observer dans les pratiques quotidiennes, notamment du fait que, comme phénomène global, elle se situe généralement en dehors des entreprises qui l'exercent. Les grandes entreprises de l'industrie financière sont généralement cotées, et on peut y observer les effets de l'évaluation par la « valeur actionnariale ». C'était le cas d'Acme. Je ne traiterai pas directement cet aspect, qui dépasse l'objet que je me suis donné dans cette recherche.

B) Ontologie et principes de l'évaluation

Les approches théoriques de l'évaluation financière que je vais analyser ici étaient mobilisées dans les pratiques que j'ai observées à Brokers Inc. Il ne s'agit pas pour moi de proposer une critique immanente des théories de l'évaluation, mais de décrire des outils conceptuels utilisés par les acteurs de manières diverses dans leur quotidien. Ces outils sont répandus dans la finance contemporaine et sont légitimés professionnellement en partie par des institutions distinctes des entreprises que j'ai observées dans ma recherche. Les pratiques évaluatives observées à Brokers Inc. pourraient être observées dans d'autres entreprises spécialisées dans l'évaluation financière et se retrouvent de manière étendue dans la finance contemporaine. A travers la description du quotidien de Brokers Inc., nous pouvons par contre analyser des modalités de la mise en pratique de ces théories, c'est-à-dire de la manière dont elles sont rendues effectives dans la définition d'un réel évaluable.

J'analyserai d'abord comment les principes d'évaluation utilisés par les acteurs à Brokers Inc. étaient légitimés professionnellement et reconnus et imposés par des régulations et des lois aux Etats-Unis. Cette institutionnalisation n'était pas souvent mobilisée de manière explicite dans le quotidien des pratiques à Brokers Inc., mais constituait néanmoins un cadre effectif pour celles-ci, dans le recrutement des employés et leur accès à différentes tâches professionnelles, dans l'entreprise comme ailleurs dans l'industrie financière aux Etats-Unis et, en moindre mesure, en France (1).

Je décrirai ensuite la méthode d'évaluation financière comme étant à la fois une définition de ce qu'est une action comme titre de propriété d'une entreprise et une estimation de son prix. Cette évaluation se fait à partir d'un taux de référence considéré « sans risque », une approche dite « fondamentale », qui analyse la valeur « intrinsèque » de l'activité économique de l'entreprise, une approche dite « relative », qui évalue l'entreprise en la comparant à d'autres, et une approche « spéculative », qui le fait en analysant les variations du prix de l'action dans un marché institué. Ces différentes approches sont distinguées conceptuellement par leurs liens différents avec un « fondement » économique, une ontologie selon laquelle le prix d'une action est lié aux profits générés par l'entreprise dans le passé, le présent et le futur (2).

Toutes les approches de la valeur de l'entreprise sont définies par leurs liens différents avec l'ontologie qui définit le « fondement » économique, la « réalité » de

l'entreprise en tant qu'actif financier. Dans la pratique de l'analyse financière, qui cherche à rendre l'ontologie effective, c'est-à-dire à donner un prix chiffré à l'activité économique d'une entreprise cotée, ces différentes approches ne peuvent être développées qu'en rapport les unes avec les autres. Les méthodes de calcul de la valeur actionnariale sont construites en représentant de manière fidèle l'ontologie qui lie le prix de l'action à l'activité de l'entreprise, mais le calcul concret de ce prix donne toujours lieu à un résultat labile, car il implique la mobilisation des toutes les approches de l'évaluation, et l'interprétation et les prévisions personnelles de chaque analyste (3).

1) Institutionnalisation des méthodes d'évaluation financière

Les méthodes d'évaluation analysées dans ce chapitre sont, pour les acteurs observés à Brokers Inc. et ailleurs, imposées par différentes normes qu'ils doivent suivre pour rester dans la profession. L'analyse de la manière dont ces normes se sont imposées historiquement, et de comment elles sont aujourd'hui produites et transformées au sein d'institutions spécifiques, dépasse l'objectif de cette recherche[232]. Pour décrire les régularités des actions des personnes observées à Brokers Inc., il est cependant nécessaire de rappeler cet aspect normatif, composé de différents éléments.

Pour pouvoir effectuer des transactions financières, démarcher des clients et proposer de l'analyse financière au sein d'entreprises inscrites au New York Stock Exchange, les employés doivent être habilités. Cette habilitation se fait, dans certains cas, en passant plusieurs examens, régulés par des associations professionnelles et supervisés par l'Etat à travers la Securities and Exchange Commission. En ce qui concerne les acteurs observés à Brokers Inc., l'examen qui les concernait était celui qui les habilitait comme *General Securities Representative*[233], souvent appelé par un nom qui rappelle sa place dans une organisation administrative : le « *Series 7* ». Cet examen est géré par la plus grande association professionnelle de régulation de l'industrie financière aux Etats-Unis, la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA)[234], issue d'une fusion en juillet 2007 entre la *National*

[232] Pour une histoire des transformations institutionnelles et des méthodes d'évaluation des actions, cf. par exemple Belze, L, Spieser, P., 2005, *Histoire de la Finance. Le temps, le calcul et les promesses*, Librairie Vuibert, Paris, pp. 367 et ssq. Donald MacKenzie analyse l'adoption des méthodes d'évaluation des options et leur influence dans les pratiques financières dans MacKenzie, D., 2006, *An Engine not a Camera. How Financial Models Shape Markets*, The MIT Press, Cambridge, MA, 377 p.

[233] Représentant général pour des actifs financiers. Cf. http://www.finra.org/RegistrationQualifications/BrokerGuidanceResponsibility/Qualifications/p011051

[234] Autorité régulatrice de l'industrie financière, cf. www.finra.org.

Association of Securities Dealers[235] et la filiale chargée de la régulation du New York Stock Exchange. Ce dernier est regroupé avec Euronext depuis avril 2007 dans NYSE Euronext N. V., un holding basé aux Pays-Bas qui constitue le plus gros marché financier mondial. Les régulations proposées par la FINRA sont supervisées par la Securities and Exchange Commission. Ainsi, une instance étatique contrôle l'« autorégulation » par des institutions constituées à partir de tâches professionnelles organisées dans des entreprises privées. Ceci implique, aux Etats-Unis, que les acteurs professionnels se reconnaissent réciproquement à partir d'une habilitation commune, qui a un caractère normatif professionnel et légal. Les règles d'évaluation financière font partie des normes communes que les acteurs doivent apprendre pour être habilités, différemment selon les tâches professionnelles.

Pour l'évaluation financière, une autre association, le CFA Institute, décerne un certificat après un examen, celui de *Chartered Financial Analyst*[236], qui comporte trois niveaux (I, II et III). Le CFA Institute est une association professionnelle étendue dans le monde entier. Des dizaines de milliers de personnes passent les différents niveaux chaque année, de Shanghai à New York. Ces examens testent les capacités d'analyse financière ainsi que la connaissance de normes légales et déontologiques des professions liées à l'analyse financière. Ce certificat peut être utilisé comme équivalent de certains certificats proposés par la FINRA[237]. Il a plus d'importance pour la distribution des postes professionnels que de valeur normative légale. Les méthodes d'analyse qui y sont testées, selon les dires des acteurs, sont les mêmes que celles du *Series 7*, mais plus sophistiquées. Comme pour ce dernier, les personnes souhaitant passer le CFA doivent démontrer une certaine expérience de travail dans l'industrie financière et être soutenues par leur employeur. Le fait de passer l'examen est souvent inscrit dans une perspective de carrière dans la finance, et d'avancement dans la hiérarchie entre tâches professionnelles. Par exemple, une personne peut chercher à passer le Series 7 pour passer d'assistant de *trader* à *trader*, ou le CFA II pour passer d'analyste junior à senior. En France, la Société Française d'Analystes Financiers[238] décerne un certificat semblable à celui du CFA Institute. Cependant, il n'a pas le même poids normatif, ni dans l'habilitation pour travailler dans l'industrie financière, ni dans les possibilités qu'il offre d'obtenir des postes de travail spécifiques. La formation suivie pour passer les examens du CFA m'a été présentée, par l'analyste senior de l'équipe observée à Brokers Inc. comme ce qui lui a *« tout appris »*. Julie, gérante à Hedge Consulting me dit que les cours de la SFAF lui

[235] Association nationale de commerçants d'actifs financiers.
[236] Analyste financier certifié, cf. www.cfainstitute.org.
[237] Cf. http://www.finra.org/RegistrationQualifications/BrokerGuidanceResponsibility/Qualifications/p011105
[238] La SFAF est une association française selon la loi de 1901, cf. www.sfaf.com.

avaient permis d'*« avoir une vision d'ensemble des modèles d'évaluation »*. Même si ces personnes connaissaient ces modèles auparavant, les examens d'habilitation semblent être dans ces cas une instance de clarification et de stabilisation des approches de l'évaluation qui sont mobilisées dans les pratiques professionnelles.

L'institutionnalisation des normes d'évaluation par des instances de régulation, professionnelles et étatiques, va de pair avec une légitimation académique. Les méthodes d'évaluation ne sont pas seulement un ensemble de normes que l'on doit savoir appliquer pour prétendre occuper un certain nombre de postes dans l'industrie financière. Elles sont aussi le résultat d'une production de savoir, notamment dans des universités et des écoles de commerce. Les manuels que je mobiliserai ici pour analyser les principes d'évaluation financière, et qui m'ont en partie été fournis ou indiqués par les professionnels observés, sont publiés par des universités et écrits par des professeurs. Ils sont utilisés dans des masters de finance, et leur contenu se retrouve, comme j'en ai fait l'expérience, dans des manuels vendus à New York, Paris ou Hong Kong, certaines maisons d'édition étant des multinationales. Comme on le verra, le statut universitaire des méthodes d'évaluation, qui pour certaines ont valu à leurs auteurs un prix Nobel d'économie, est mobilisé différemment par les acteurs observés à Brokers Inc. et ailleurs.

Ces différentes normativités et légitimités, étendues dans la finance contemporaine et organisées dans des institutions spécialisées, autres que Brokers Inc., étaient très importantes dans l'organisation des rapports dans l'entreprise[239]. Elles ont un rôle évidemment fondamental dans l'extension des méthodes d'évaluation, entre autres. Je ne les analyserai ici que dans la mesure où elles font partie des régularités des pratiques observées à Brokers Inc. Le terrain observé ne me permet pas de répondre à des questions concernant les pratiques de légitimation et d'imposition dans les institutions régulatrices. Cependant, comme pour l'analyse d'autres institutions où sont édictées des normes suivies par un grand nombre, comme les Etats, on peut dire que ces normes ne sont réelles que parce qu'elles sont pratiquées par ce grand nombre. Max Weber analysait ces pratiques en termes de croyance et d'obéissance à des valeurs et des autorités plus ou moins légitimes. Reprenant l'analyse que Foucault fait des institutions qui définissent le réel, comme la clinique psychiatrique, je viserai plutôt à comprendre les définitions de valeurs comme des pratiques quotidiennes, avec des justifications plus ou moins fragmentaires, des imaginaires qu'elles mobilisent et des

[239] Ma présentation est anachronique en ce que certaines des institutions que je viens de décrire se sont établies quelques années après mes observations à Brokers Inc. Cependant, les rôles que jouaient les institutions qui les précédaient, et dont elles sont issues, étaient pratiquement les mêmes que ceux que jouent les nouvelles institutions aujourd'hui.

ontologies qu'elles rendent effectives. De cette manière, les pratiques d'évaluation peuvent être comprises comme des actes de définition d'un réel spécifique. Ici, j'analyserai les méthodes d'évaluation qui étaient effectivement pratiquées par les acteurs observés pendant l'enquête de terrain. Leurs légitimités et leurs aspects normatifs seront compris comme faisant partie des logiques d'action qui les rendent effectives, dans des situations concrètes.

2) Les principes de l'évaluation des actions cotées à partir d'un imaginaire commun : la valeur actionnariale

L'évaluation d'une action cotée en bourse vise à considérer les variations possibles de son prix dans le futur. Cette évaluation se fait à partir d'une analyse financière de l'activité de l'entreprise dont l'action est une part de propriété. L'analyse suppose qu'il existe un lien spécifique entre le prix de l'action et l'activité de l'entreprise, et définit ces deux éléments à partir de leur relation. Le prix de l'action est censé refléter l'activité de l'entreprise. Ce lien de reproduction est organisé, pratiquement, à travers une série d'opérations de calcul et de concepts mobilisés dans des interactions. Les différentes approches de l'évaluation se positionnent par rapport à ce lien, qui fonctionne comme une ontologie, une définition de la réalité que les acteurs se donnent dans leurs pratiques quotidiennes. C'est par rapport à cette ontologie que se distinguent des approches « fondamentales », « relatives » et « spéculatives ». En même temps, les variables et concepts mobilisés dans ces approches donnent une « réalité », même si elle est fragile, au prix et à son lien de représentativité par rapport à ce qui apparaît alors comme l'activité de l'entreprise. J'analyserai ici comment les différentes approches se constituent à partir de leurs positions différentes par rapport à une ontologie commune. Pour simplifier le propos, je décrirai un seul document produit par des analystes d'une entreprise multinationale de *brokerage*[240]. Mais mes descriptions valent pour la plupart des manuels et des analyses produites par des analystes.

L'évaluation fondamentale

La définition d'une « action » peut varier selon le point de vue. Du point de vue juridique, une action est une part de propriété d'une société anonyme, ce qui, selon les contrats de propriété, peut donner lieu à des droits très différents. Typiquement, il s'agit d'un

[240] Cf. Annexe I. Pour préserver l'anonymat des personnes observées à Brokers Inc., j'éviterai d'exposer les documents produits par les employés de l'entreprise. A quelques détails près, les analyses produites par toutes les entreprises de *brokerage* mobilisent les mêmes types de variables en les mettant en rapport de la même façon. On peut, de ce point de vue, considérer le document analysé ici comme représentatif.

nombre de voix pour les votes en conseil d'administration et de la perception de dividendes, proportionnels au nombre d'actions détenues. L'évaluation financière produite dans la finance contemporaine sur les actions cotées considère ces dernières comme des actifs financiers, c'est-à-dire comme des biens qu'on peut acheter et vendre et qui procurent un revenu monétaire à leurs propriétaires[241]. Le prix de l'action est considéré par rapport à ces revenus, qui peuvent être issus du gain obtenu en vendant une action plus cher qu'on l'a achetée ou en percevant des dividendes. L'évaluation des actions cotées implique de définir un prix théorique qu'elles devraient atteindre dans un futur proche. Ce prix est calculé en prenant en compte les revenus que devrait procurer l'action à son propriétaire, par exemple sous forme de dividendes, ou d'argent disponible généré par les activités de l'entreprise, appelé par le mot anglais *cash*. Le prix théorique doit permettre de dire si le prix réel devrait monter ou baisser, pour s'en rapprocher. L'évaluation d'une action comprend celle-ci en même temps comme une source de revenus futurs et comme un actif dont le prix peut augmenter ou baisser dans le futur.

Pour donner un prix théorique à l'action, celle-ci est définie comme ayant un lien de représentativité par rapport à l'entreprise dont elle est une part de propriété. Ce lien doit permettre aux actionnaires d'apprécier si le prix actuel de l'action correspond à son prix théorique, et quel mouvement le premier devra faire pour se rapprocher du second (vers le haut ou vers le bas). Le lien entre l'action et l'entreprise est établi en considérant que l'actionnaire a des droits sur le revenu de l'entreprise, définie de manière comptable. Ceci se justifie par l'idée que le revenu peut être distribué sous forme de dividendes, ou réinvesti pour générer un revenu supérieur dans le futur, et donc une distribution de dividendes plus élevée. L'ontologie qui fait de l'action une représentation de la valeur financière de l'entreprise pour ses propriétaires considère ainsi que ceux-ci ont des droits sur le revenu de l'entreprise. L'évaluation des actions cotées à partir de l'activité de l'entreprise lie le prix théorique de ses parts de propriété, duquel soit se rapprocher le prix réel dans un futur proche, à sa capacité à générer du revenu dans le temps.

Ces deux horizons temporels sont différents. Le prix théorique établi à partir d'une évaluation faite par un analyste est celui que l'action devrait atteindre dans les mois qui suivent l'émission de l'opinion, rarement au-delà d'un an après celle-ci. Par contre, le calcul de ce prix considère la capacité de l'entreprise à produire un revenu tout au long de son

[241] Les différentes pratiques qui définissent ce qu' « est » une action d'une entreprise cotée en bourse indiquent à quel point la notion de propriété est loin d'être quelque chose d'univoque. Ce sujet dépasse l'objet de ma recherche, mais j'en parlerai brièvement plus bas.

existence, qui peut varier fortement d'une entreprise à une autre, à quoi s'ajoute la valeur de l'entreprise à la « fin de sa vie »[242]. L'évaluation du prix théorique de l'action consiste à calculer, à un moment donné, le flux de revenus futurs sur lesquels le propriétaire de l'action est censé avoir des droits. Ceci est fait à partir de la méthode mathématique dite d'« actualisation ». Cette approche parcourt toute l'évaluation financière, au-delà des actions cotées[243], et consiste à considérer qu'une somme monétaire dans le présent ne vaut pas la même chose que cette même somme dans le futur. Détenir 100 euros dans un an n'a pas la même valeur monétaire que les détenir tout de suite (qui correspond à 100 euros). La différence de valeur entre les 100 euros détenus dans le présent et ceux détenus dans le futur est définie comme un pourcentage, un taux. Par exemple, si on considère que détenir 100 euros aujourd'hui équivaut à détenir 115 euros dans un an, le taux d'actualisation est de 15%. Si ce taux reste stable dans le calcul, la valeur de détenir cent euros aujourd'hui correspond à celle de détenir 132,25 euros dans deux ans (132,25 = 100 x 1,15 x 1,15), et ainsi de suite. De la même manière, si on garde le même taux pour donner l'équivalent dans « l'actualité » des sommes futures, on peut dire que la valeur de 132,25 euros dans deux ans équivaut à 100 euros aujourd'hui.

La valeur monétaire totale des actions cotées d'une entreprise, sa capitalisation boursière, est censée représenter la valeur monétaire de cette entreprise, et notamment le prix qu'il faudrait payer pour l'acheter en entier. Cette valeur est censée représenter, en même temps, la valeur actualisée de tous les revenus futurs générés par l'entreprise et de sa valeur « finale ». Le calcul du prix d'une action se fait donc en actualisant ces revenus, la valeur finale, et en divisant ce montant par le nombre d'actions. Le prix de l'action est censé représenter l'activité économique de l'entreprise du point de vue de ce que peut en retirer, en monnaie, son propriétaire. Le lien entre le prix de l'action et l'activité de l'entreprise est à la fois un lien de représentation, dans le sens où le prix reflète un calcul d'actualisation de flux qui n'existent que dans des prévisions, et en même temps il est un titre de propriété, selon lequel le détenteur de l'action à des droits quant aux revenus effectivement générés par l'entreprise[244]. L'évaluation de son prix théorique à partir de l'actualisation des revenus futurs

[242] Par exemple, la vente de ses machines ou de sa marque.

[243] Cf. par exemple, une citation indicative : *« Indeed, it is not an exaggeration to say that discounted cash flow analysis is the backbone of modern finance and even modern business » (« En effet, ce n'est pas une exagération de dire que l'analyse des flux monétaires actualisés est l'épine dorsale de la finance moderne et même de l'activité d'entreprise moderne »*), Higgins, R. C. 2001 (1984), *Ananlysis for Financial Management*, *op.cit.*, p. 232 (ma traduction).

[244] Le fait que ces deux liens sont séparables devient souvent très clair lorsqu'une entreprise cotée est achetée en entier. Le prix de l'entreprise à un moment donné est censé refléter sa valeur totale comme investissement. Mais ce prix, constitué par l'addition de la valeur de toutes ses actions, est rarement le prix payé en cas d'achat total

de l'entreprise est considérée comme le produit d'une analyse des *« fondamentaux »*, on dit que c'est une analyse ou une évaluation *« fondamentale »* ou *« fondamentaliste »*.

Une partie du travail de l'analyste financier, du vendeur et du gérant de fonds, dans leurs différentes manières d'évaluer une action cotée, consiste à faire des prévisions sur les revenus futurs générés par une entreprise. Les prévisions se font par rapport au passé de l'entreprise, tel qu'il est consigné dans ses déclarations comptables et dans l'histoire des décisions qui ont construit sa stratégie. Cette histoire est en partie orale, retenue par des acteurs qui ont analysé l'entreprise depuis longtemps. Elle est aussi souvent présentée par l'entreprise elle-même, et apparaît dans différents documents, comme la presse spécialisée, les analyses faites par d'autres acteurs dans le passé et des bases de données diverses, publiques et privées. Les prévisions sur les revenus futurs de l'entreprise mettent en lien le passé de l'entreprise avec la stratégie officielle de sa direction dans le présent. Cette dernière est tenue, pour toute entreprise cotée, de divulguer la même information pour tous les acteurs, ce qui se fait à des dates précises, souvent chaque trimestre, et au moment de la déclaration fiscale de l'entreprise, une fois par an. Par ailleurs, la direction de l'entreprise peut faire des déclarations supplémentaires, lors d'évènements particuliers, comme la signature d'un contrat commercial, ou son échec. Finalement, l'analyse financière implique de projeter le passé, à partir de la stratégie actuelle, dans le futur de l'entreprise, jusqu'à sa fin. De manière générale, ceci est fait sur un laps de quinze ans, puisqu'on peut considérer qu'après cette période, même si l'entreprise existe encore légalement, ses activités auront changé, et qu'elles ne sont pas évaluables aujourd'hui. La date de « fin » de vie de l'entreprise peut varier d'une analyse à une autre.

On peut lire cette opération sur le document d'analyse de Morgan Stanley concernant la compagnie aérienne Alitalia rapporté en Annexe I. Les pages 1 à 3 présentent des données comptables passées, des prévisions des analystes pour les deux années à venir, ainsi qu'un texte, résumé à la première page et développé à la page 3, sur la stratégie officielle de la compagnie dans le présent et l'interprétation des analystes concernant son incidence pour le futur. Comme on le voit à la première page, à droite, le « *target price* », « prix visé », théorique, annoncé par les analystes est moins de la moitié du prix réel, ce qui implique que, pour ces analystes, il convient de vendre les actions d'Alitalia avant que leur prix ne baisse.

---

de l'entreprise. Dans ce cas, le prix payé est généralement plus élevé, parfois de plus de 20%. Cette différence marque celle qu'il y a entre être un propriétaire qui a droit à percevoir des revenus futurs et être un propriétaire qui contrôle effectivement l'entreprise. La capitalisation, tout en étant un prix coté, demeure un prix théorique, dont la réalité n'est réalisée que pour les transactions de faibles quantités d'action mais rarement pour l'entreprise dans son ensemble.

Comme l'indique la narration des pages suivantes, ce prix théorique est défini à partir de prévisions sur une mauvaise performance future de la compagnie en termes de génération de revenus disponibles pour les propriétaires.

L'évaluation relative

A cette approche, « fondamentale », s'ajoute l'approche dite « relative ». Comme on peut le voir aux pages 4 et 5 du même document, un certain nombre de données mobilisées par les analystes concernent d'autres entreprises qu'Alitalia. Cette dernière est censée avoir des homologies fortes en termes de génération de revenus avec ces entreprises, dites *« comparables »*. Dans cet exemple, les analystes de Morgan Stanley comparent Alitalia à des compagnies aériennes européennes, de tailles différentes, mais dont on peut considérer qu'elles ont un marché potentiel commun. Les comparables constituent souvent le « secteur » de la compagnie, dans lequel se spécialisent les analystes et, dans une moindre mesure, les gérants de fonds. Dans le cas étudié, les compagnies aériennes sont incluses, à la page 1, dans le secteur « *Industrials* ». Alitalia est en même temps, à cette même page, incluse dans le secteur « *Italy* » et « *Transport : Airlines* ».

Dans l'approche « relative », le prix théorique de l'action de l'entreprise analysée est évalué à partir de la comparaison de ses données comptables avec celles des autres compagnies. Ces données envisagent l'entreprise comme un flux monétaire. Les rapports entre différentes allocations des flux monétaires dans l'entreprise, tels qu'ils sont consignés par la comptabilité, sont censés révéler quelque chose par rapport à la capacité de l'entreprise à générer un profit sur lequel les actionnaires auraient des droits selon l'ontologie de l'approche fondamentale. Dans cette logique, aux pages 4 et 5, sont mobilisés des concepts comme le chiffre d'affaires (« *Sales* »), la marge opérationnelle (« EBITDA »[245]) et les

[245] Aux Etats-Unis, les entreprises cotées ont le droit de présenter des déclarations comptables différentes pour les autorités fiscales et pour leurs actionnaires. Un enjeu majeur de la déclaration fiscale est de réduire le montant du bénéfice de l'entreprise, soumis à l'impôt sur le revenu. Au contraire, la valeur de l'action cotée de l'entreprise est susceptible d'augmenter si ses bénéfices sont plus élevés. Une des manières de réduire les bénéfices déclarés aux autorités fiscales est d'augmenter la somme des « dépréciations », c'est-à-dire de la perte de valeur des machines, marques et autres actifs détenus par l'entreprise. Cette perte de valeur doit être compensée, et le montant déclaré comme « dépréciation » est une réserve constituée pour cette compensation. Plus ce montant est élevé, plus le bénéfice final de l'entreprise, l'argent disponible, sera faible. Une approche en vogue lors de mes observations était alors de regarder les bénéfices « avant dépréciation » et paiement d'impôts, afin de ne pas regarder des chiffres susceptibles d'avoir été manipulés pour payer moins d'impôts. Ce chiffre était désigné à partir de son nom anglais « *earnings before interest, tax, depreciation and amortization* », par la sigle « EBITDA ». Les déclarations comptables étant une base fondamentale d'information pour évaluer une entreprise, leur définition est un enjeu institutionnel et de rapports de forces crucial dans la finance contemporaine. La comptabilité est une activité très lucrative dans la finance contemporaine, où on trouve un nombre réduit de grandes entreprises qui constituent une référence pour le reste. Cf. Ramirez, C., 2003, « Du commissariat aux comptes à l'audit. Les Big 4 et la profession comptable depuis 1970 », *art. cit.* Chiapello et

bénéfices avant les taxes (« *Pretax* »). Les compagnies sont généralement comparées à partir de ratios. Certains indiquent des performances de leur activité économique comme la marge opérationnelle ou le taux de profit. D'autres indiquent l'état financier de la compagnie, comme son taux d'endettement, ou encore sa capacité d'investissement sur fonds propres. Pour certains secteurs, des variables spécifiques peuvent être mobilisées, comme la quantité de voyageurs dans le transport ou, dans d'autres domaines, des quantités de matières premières ou de voitures produites ou fabriquées par an, par exemple. Pendant la bulle Internet, les analystes cherchaient souvent à analyser des compagnies sans historique comptable, dans un marché sans standard établi, ce qui donnait lieu à la création de variables de comparaison, comme le nombre de « clicks » sur une page Web, par exemple[246]. Toutes ces variables sont censées permettre de considérer de manière comparative les flux de revenus futurs générés par différentes compagnies.

L'approche relative reprend donc l'ontologie de l'approche fondamentale, en ce qu'elle considère que le prix de l'action doit pouvoir être défini à partir des flux monétaires que génère l'entreprise et qu'elle met à disposition de ses propriétaires. En même temps, le prix ne dépend plus seulement ici des seules perspectives sur l'activité future de l'entreprise analysée. Il dépend aussi de la capacité d'autres entreprises, « comparables », à générer ce type de flux monétaire. La définition de ce qui est comparable est cruciale pour définir le prix théorique de l'entreprise. Alitalia est censée, dans le document analysé ici, se comporter de manière similaire aux autres compagnies aériennes européennes. Elle doit aussi être comprise en relation aux autres compagnies cotées italiennes, et à celles spécialisées dans le transport. Ces différentes catégories, comme « pays », « transport », « transport aérien » conforment l'horizon pratique commun, dans lequel les entreprises doivent évoluer dans le futur, ce qui doit dire quelque chose du prix théorique « actuel » de leurs actions. Cet horizon pratique commun, ces « marchés » et « environnements » permettent de hiérarchiser les entreprises comme objets d'investissement, en définissant différents prix théoriques.

Medjad analysent comment les autorités étatiques de l'Union Européenne ont délégué le pouvoir de standardisation des normes comptables à des associations professionnelles liées à l'organisation professionnelle des rapports financiers aux Etats-Unis. Ces enjeux dépassent le cadre de cette recherche. Cf. Chiapello, E., Medjad, K., 2007, « Une privatisation inédite de la norme: le cas de la politique comptable européenne », *Sociologie du Travail*, n° 49, pp. 46-64 et Dick, W., Zarlowski, P., 2002, « La diffusion des normes comptables internationales », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, *op. cit.*, pp. 93- 103.

[246] Pour un analyse des difficultés de catégorisation dans un cas concret, cf. Beunza, D., Garud, R., 2006, « Frame-making : an interpretive approach to valuation under knightian uncertainty », Draft, http://daniel.beunza.googlepages.com/home2 .

La définition du prix théorique se fait dans ce cas en prenant en compte les critères comparables, et non la valeur intrinsèque de l'entreprise analysée, telle qu'elle apparaît dans le calcul d'actualisation. Les variables qui permettent de comparer les activités des entreprises sont rapportées au prix réel de l'action à un moment donné, ou à sa moyenne historique sur un laps de temps commun. Cette opération est réalisée aux pages 4 et 5 du document de Morgan Stanley sur Alitalia. On y voit les données qui définissent l'activité économique de l'entreprise d'un point de vue comptable, comme la marge opérationnelle (EBITDA) ou le chiffre d'affaires (*sales*), mises en rapport avec le prix réel de l'action à un moment donné, sous le nom de *enterprise value* (EV), c'est-à-dire la capitalisation boursière. Ces chiffres permettent des comparaisons qui font apparaître des différences marquantes, par exemple pour le rapport EV/EBITDA. Ce rapport indique le rapport entre l'évaluation boursière de la compagnie et les revenus avant distribution et dépréciation, une donnée importante du point de vue de ce à quoi a droit, en principe, un actionnaire. Pour la plupart des compagnies, ce rapport est au maximum de 21,1, dans l'année en cours et l'année passée (les analystes ne donnent pas plus de profondeur historique à leur exposé). Dans l'année de l'analyse (2001), il atteint 34,5 pour EasyJet et 172,3 pour Alialia. Ceci semble indiquer que la valeur de l'entreprise est trop élevée par rapport à sa marge opérationnelle, quand on la compare aux autres entreprises du secteur. On pourrait, idéalement, constituer un ratio moyen, et l'appliquer à l'actuelle marge opérationnelle d'Alitalia pour en tirer une *enterprise value* théorique qui, divisée par le nombre d'actions, donnerait un prix théorique de l'action. Cette opération, trop grossière, n'est pas effectuée, mais le ratio est significatif à partir du raisonnement qu'elle contient.

Certains ratios sont de fait plus significatifs que d'autres. Le plus utilisé est le P/E[247], qui rapporte le prix de l'action aux revenus de l'entreprise. Le P/E est calculé en rapportant d'abord le profit de l'entreprise, défini par ses données comptables plus récentes ou par les prévisions des analystes, à la quantité d'actions de la compagnie, ce qui donne le EPS (*earnings per share*). On rapporte ensuite le prix actuel d'une action à ce chiffre (P/E = Prix d'une action / (Profits/Nombre d'actions)). Le ratio lie le profit actuel par action aux revenus futurs tels qu'ils sont censés être reflétés par le prix actuel de chaque action. Il s'agit d'un multiple : un P/E de 8 indique que le prix actualisé de l'action est le produit d'une évaluation à partir de prévisions selon lesquelles les revenus actualisés futurs générés par la compagnie

[247] Lors de mon premier entretien d'embauche avec la direction de Brokers Inc., le vendeur qui m'y introduit, Jacques, me demanda : *« tu sais ce qu'est un P/E ? »*. Il fut déçu d'entendre ma réponse négative, mais me dit que ça n'avait pas d'importance et que je l'apprendrais vite, ce que je fis en effet, puisqu'il était omniprésent dans les analyses que je lisais et j'entendais.

ont un montant actuel qui est 8 fois le revenu annuel présent de la compagnie. Dans le document de Morgan Stanley sur Alitalia, on peut voir que pour l'année 1999, le P/E des différentes compagnies qui avaient un P/E positif variait entre 3,5 et 24,2, sauf pour EasyJet, qui avait un P/E de 459,1 et Alitalia, qui avait un P/E de 717,1, ce qui permettait de dire, avant tout autre analyse, que probablement les prix des actions de ces deux compagnies reflétaient des évaluations erronées quant à leur capacité à générer des flux dans le futur, et devaient baisser[248].

L'approche fondamentale, qui définit le lien de représentativité du prix de l'action avec l'activité économique de l'entreprise, comprend cette dernière comme une entité continue dans un horizon temporel d'activité économique. Dans l'approche relative, la valeur de l'entreprise, le prix de ses actions, est définie dans la hiérarchie qui la lie à d'autres entreprises cotées, catégorisées de manières diverses. Le travail de catégorisation, qui distribue les similitudes et les différences légitimes pour dire la valeur, y est fondamental. Il ne fait pas l'objet d'une théorisation, et si certaines catégories semblent « évidentes », comme celles de « compagnies aériennes européennes », on voit que même dans le cas d'Alitalia, la compagnie est incluse dans des catégories hétérogènes dont les relations sont difficiles à systématiser (« transport », « Italie », « industries »…). Dans certains cas, la catégorisation est considérée comme presque impossible, notamment quand il s'agit d'évaluer des conglomérats établis dans le monde entier[249].

Dans tous les cas, ce qui permet la comparaison est l'ontologie qui lie le prix théorique actuel d'une action à l'activité passée, présente et future de l'entreprise dont elle est un titre de propriété. Mais en même temps que cette ontologie est mobilisée dans l'évaluation relative, elle y est rendue insuffisante, en ce que l'évaluation d'une entreprise dépend de l'évaluation d'une autre. L'approche relative, comme on le voit dans le document analysé ici, considère à la fois les entreprises comme des entités continues et comme des éléments d'un ensemble qui seul les définit. Cet ensemble peut être défini différemment selon les analyses, mais il a un élément incontournable : une ontologie commune qui lie le prix de l'action à l'activité de l'entreprise du point de vue de la valeur actionnariale.

[248] Le P/E est très utilisé et néanmoins souvent décrié, notamment par le fait que, comme on l'a vu plus haut, les jeux comptables divers peuvent faire varier fortement les revenus déclarés, sans lien avec des variations dans l'activité de l'entreprise, mais en *« biaisant »* fortement la comparabilité d'une entreprise à une autre. Le travail des analystes consiste en partie à harmoniser ces données comptables selon des critères communs, avec plus ou moins de satisfaction, comme on le verra plus bas.

[249] Il est alors normal de considérer que le prix de l'action de ces conglomérats doit être plus faible que la somme de ses parties, du fait qu'il est *« obscur »* et *« difficile à évaluer »*.

L'évaluation spéculative

L'évaluation spéculative vise, comme les autres approches, à définir un prix théorique de l'action, qui est comparé avec le prix actuel, afin de prévoir le mouvement futur des prix et définir une stratégie d'investissement. De manière générale, il est considéré que, selon cette approche, le prix de l'action est censé devenir totalement déconnecté de l'ontologie de l'approche fondamentale, et ne dépendre que des liens entre actions cotées en tant qu'objets d'une offre et une demande sur le court terme. Cette définition négative de la spéculation cache en fait des approches techniquement très diverses et avec des rapports très différents avec l'ontologie de la valeur actionnariale.

Diverses techniques de *trading* considèrent les prix des actions comme répondant à des logiques qui n'ont aucun rapport avec l'ontologie de la valeur actionnariale. Pour les traders dits « chartistes », par exemple, les prix varient selon des courbes de hausse et de baisse[250], qui peuvent être lues de manière plus ou moins mathématique, avec des points hauts et bas et des pentes, qu'on peut analyser pour prévoir le mouvement futur des prix[251]. D'autres *traders*, comme beaucoup d'analystes universitaires des évolutions des prix, remarquent que certains mouvements ont à voir avec les temporalités du marché boursier, comme les mouvements de l'ouverture ou de la clôture du marché, du lundi, du nouvel an, etc[252]. Les approches qui se basent sur une déconnection de ce type concernent généralement des moments particuliers des marchés, et considèrent le reste de l'activité du marché comme gouvernée par des logiques qui prennent plus ou moins en compte l'ontologie de la valeur actionnariale.

D'autres approches spéculatives font plus ou moins directement appel à cette ontologie. On peut distinguer au moins deux rapports différents. D'une part, la spéculation

---

[250] Le mot « chartiste » vient de l'anglais *chart*, c'est-à-dire « tableau » ou « grille », comme dans une grille de lecture.

[251] Certaines de ces approches sont analysées en détail par exemple dans Godechot, O., 2000, « Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement », *Politix*, Volume 13, n° 52, pp. 17-56, Godechot, O., 2001, *Les Traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, *op. cit.*, pp. 189-239 et Tadjeddine, Y., « Les prises cognitives de la rationalité. Une typologie des décisions spéculatives », *art. cit.*

[252] Fabian Muniesa présente certains de ces mouvements dans « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *art. cit*. Ce qui suit s'inspire en partie des arguments de Tadjeddine, Y., *ibid.* Cf. aussi, Orléan, A., 1999, *Le Pouvoir de la finance*, *op. cit.*, pp. 61-67. Charles Smith analyse les différentes approches du marché sans prendre en compte les distinctions avancées ici. Il distingue le *« fondamentaliste »* du *«* insider *»* et du *«* transformationanl idea adherent *»*, alors que les trois types se basent sur une approche fondamentaliste de la valeur. Le *«* trader *»* et le *« cyclis-chartist »* ont une approche spéculative de la valeur, et le *«* efficient market believer and enhancer *»* une approche relative. L'auteur distingue ces types en raison de leur *« croyance »*, tout en remarquant que celle-ci est rarement un critère qui permet de distinguer les pratiques (cf. Smith, C., 1999, *Success and Survival on Wall Street. Understanding the Mind of the Market*, Roman & Littlefield Publishers, Inc., New York, notamment pp. 25-81. Pour une défense, par un professionnel, de certaines logiques de la valeur spéculative contre l'évaluation fondamentale, cf. par exemple Kabbaj, T., 2007, *L'art du trading*, Editions d'Organisation, Paris, 540 p.

peut considérer que lors d'un événement dans l'activité de l'entreprise (signature d'un contrat, annonce trimestrielle de résultats), la plupart des acteurs vont réagir d'une manière exagérée et que cette évolution peut être exploitée par elle-même. Pendant la crise d'Enron[253], l'une des plus grandes capitalisations du marché boursier américain, dont il fut découvert, entre 2001 et 2002, qu'elle avait produit des comptes faux, de nombreuses banques, qui avaient été liées de près ou de loin à la fraude comptable, virent le prix de leurs actions baisser. Suite à une annonce concernant un possible lien entre la banque Citibank et les fraudes comptables d'Enron, le prix des actions de Citibank chuta en un jour de près de 20%. Un gérant de fonds basé à New York me dit qu'il en avait profité pour acheter des actions de Citibank, la baisse lui semblant injustifiée par rapport aux « fondamentaux », et devant être suivie d'une hausse, ce qui fut en effet le cas. Le gérant se basait sur l'approche dite « fondamentale », mais réagissait aux mouvements du marché, qu'il analysait non comme permettant un reflet fidèle de l'ontologie qui lie le prix de l'action à l'activité économique, mais comme s'en déviant par un effet de panique propre à l'institution du marché elle-même.

D'autre part, une approche spéculative peut considérer que l'ontologie qui lie le prix de l'action à l'activité de l'entreprise n'est pas nécessairement vraie ou fausse, mais qu'elle est suivie par l'ensemble des acteurs du marché.Le spéculateur cherche dans ce cas à savoir quelles prévisions sur le futur d'une entreprise, secteur, etc., sont majoritaires, et adopte une stratégie d'investissement en les interprétant. John Maynard Keynes considérait cette approche comme dominante dans les marchés financiers, qu'il comparait à des concours dans les journaux où les compétiteurs devaient choisir les six plus beaux visages parmi 100 photographies, et où le prix était décerné à celui dont le choix correspondait de plus près aux préférences moyennes de l'ensemble des compétiteurs[254]. A la suite de Keynes, André Orléan analyse les marchés comme dominés par des conventions, partagées par une majorité et reproduites par le jeu de miroirs et de regards où chaque acteur essaie d'anticiper ce qu'anticiperont les autres[255]. Le marché est considéré comme « déconnecté » de la réalité économique, même si la « convention » peut être celle qui tient l'imaginaire de l'ontologie de la valeur actionnariale pour vrai. Ces deux approches, qui se réfèrent différemment à cette ontologie, peuvent n'être que des justifications différentes pour une même stratégie

[253] Cf. par exemple Perez, R., 2006, « L'affaire Enron », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, p. 83.
[254] Cf. Keynes, J. M., 1997 (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Prometheus Books, New York, p. 156.
[255] Cf. Orléan, A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, *op. cit.*, pp. 61 et ssq. et Orléan, A., 2005, « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale dans la théorie financière moderne », in Bourghelle, D., Brandoury, O., Gillet, R., Orléan, A. (éds.), *Croyances, Représentations Collectives et Conventions en Finance*, Collection Recherche en Gestion, Economica, Paris, pp. 19-42.

d'investissement. Comme nous le verrons, elles font appel à des légitimités différentes, organisées de manière particulière par la distribution des tâches professionnelles.

Les différentes approches spéculatives peuvent entrer en conflit, et les justifications des acteurs pour les suivre peuvent louvoyer entre les différents arguments que je viens de présenter. Olivier Godechot rapporte, par exemple, les commentaires d'un *trader* qui, opposé aux approches non « fondamentales », considère qu'elles sont efficaces lorsqu'elles sont de fait suivies par un grand nombre d'acteurs sur le marché, susceptibles de faire évoluer les prix selon leurs propres logiques d'investissement. Lorsque de nombreux *traders* considèrent que le prix d'une action doit baisser lorsque la courbe qui dessine son évolution dans le temps atteint un pic donné, et commencent à vendre à ce moment-là, le prix risque de baisser effectivement[256]. Dans ce cas, l'approche « conventionnaliste » est appliquée par quelqu'un qui récuse toute approche spéculative au nom d'une vérité de l'ontologie de la valeur actionnariale, afin de justifier une spéculation qui la récuse. Comme le montre Godechot pour les *traders* qu'il a analysés, ces différentes justifications peuvent entrer en conflit, atteindre un statut proche du tabou, et sont distribuées différemment selon les places des *traders* dans les entreprises qui les emploient.

Les approches spéculatives du marché, selon différents acteurs, peuvent concerner un moment donné du marché, mais aussi de longues périodes[257]. Ma recherche à Brokers Inc. s'est déroulée de mai à septembre 2002, après l'éclatement de la bulle Internet. Pendant la fin des années 90, les prix de presque toutes les actions cotées avaient monté régulièrement, notamment aux Etats-Unis et en Europe. Après mars 2001, ils avaient commencé à baisser, de manière tout aussi homogène, sans relation claire avec la performance économique des entreprises qu'ils étaient censés refléter. Cécile, une des deux vendeuses senior de Brokers Inc. me racontait que *« c'était rigolo quand il y avait la bulle Internet, où tous les jours tous les stocks montaient, tu parlais de boîtes dont tu n'avais aucune idée de ce qu'elles faisaient, mais bon, tu savais que ça allait monter »*. Pour parler de la période pendant laquelle je faisais

[256] Cf. Godechot, O., « Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement », *art. cit.*, p. 45.

[257] De nombreux chercheurs ont analysé les prix boursiers à partir des outils techniques utilisés par les *traders*, en insistant sur le fait que les prix, loin de « représenter » une valeur, étaient le produit des pratiques des participants dans des agencements institutionnels particuliers. La recherche que j'ai mené ne me permet pas de participer dans ce débat, dont je me suis inspiré ici. Cf. Beunza, D., Hardie, I., MacKenzie, D., 2006, « A Price is a Social Thing : Towards a Material Sociolgy of Arbitrage », *Organization Studies*, Vol. 27, n° 5, pp. 721-745 ; Knorr Cetina, K., 2005, « How are Global Markets Global ? The Architecture of a Flow World », in Knorr Cetina, K., Preda, A. (eds.), 2005, *The sociology of financial markets*, *op. cit.*, pp. 38-61, Muniesa, F., 2007, « Market technologies and the pragmatics of prices », *Economy and Society*, Vol. 36, n° 3, Aug., pp. 377-395; et Preda, A., 2003, « Les hommes de la Bourse et leurs instruments merveilleux. Technologies de transmission des cours et origines de l'organisation des marchés modernes », *Réseaux,* « Technologies de Marché », pp. 137-165.

mes observations, en 2002, Julien, le vendeur junior de l'équipe qui vendait de l'information sur des entreprises cotées aux Etats-Unis, me disait que *« les marchés sont assez horribles, ça n'arrête pas de baisser [...] quand je parle à des clients, je parle de tout, du sentiment de marché, etc., et je rentre pas forcément dans des détails sur des valorisations [...] je pense qu'actuellement c'est pas utile d'entrer dans les détails de chaque société »*. En entretien, une ancienne gérante d'une grande banque française me disait, pendant l'année 2003, que l'évolution des prix des actions à ce moment-là reflétait une *« bourse de trading »*.

Dans tous ces cas, les acteurs ne précisaient pas quelle logique d'investissement était à l'œuvre, mais considéraient que puisque les prix ne semblaient pas évoluer par rapport aux « fondamentaux », ils étaient l'effet d'approches spéculatives. Pour ces acteurs, la spéculation, dont on a vu qu'elle peut être le fait de stratégies d'investissement très différentes, était constituée de manière négative, par opposition au lien entre le prix de l'action et l'activité de l'entreprise défini dans l'ontologie de la valeur actionnariale. Cette négativité situe l'approche spéculative dans un espace particulier de l'imaginaire à travers lequel est définie la valeur. Comme nous le verrons par la suite, cet espace, rejeté par certains, justifié par d'autres, se retrouve dans les pratiques concernant d'autres actifs financiers et constitue un des éléments qui définissent, de manière problématique, les activités des *hedge funds*. En même temps, y compris dans les cas où l'approche spéculative se base sur des stratégies qui ne mobilisent pas l'ontologie de la valeur actionnariale, elle reste définie par rapport à celle-ci en la considérant comme la base sur laquelle peuvent être détectés des mouvements qui s'en dégagent. La négativité par laquelle peuvent être définies les approches spéculatives est liée au fait que, conceptuellement, elles se constituent généralement en relation avec l'ontologie de la valeur actionnariale. Ces relations peuvent être très différentes. Certaines approches considèrent cette valeur comme l'horizon de réalité de long terme de tout mouvement des prix. D'autres la prennent comme un cadre conventionnel, au statut labile, mais stable du point de vue pratique, dans lequel il s'agit de prévoir différents mouvements des prix possibles. D'autres, finalement, considèrent que cette ontologie constitue une base de fond, sur laquelle certains mouvements de prix se développent sans lien avec elle, et en relation avec des logiques psychologiques, mathématiques ou autres, qui peuvent être prévues et exploitées.

Les approches relative et spéculative se constituent dans une relation particulière avec l'imaginaire d'une évaluation dite « fondamentale », définie par une ontologie qui lie le prix de l'action à l'activité économique selon la valeur actionnariale. Cette ontologie rend

possibles les différentes approches de l'évaluation des actions. Comme nous le verrons, les principes qui distinguent une évaluation « fondamentale », une « relative » et une « spéculative », se retrouvent dans l'ensemble des logiques d'évaluation financière, et pas seulement dans l'évaluation des actions. Ces différentes approches, rendues effectives dans des pratiques organisées selon des tâches professionnelles distinctes, peuvent entrer en conflit. Mais pour comprendre comment s'organisent les interactions qui les portent, il faut comprendre comment, les approches relatives et spéculatives, tout en se distinguant conceptuellement par leurs différentes relations avec l'ontologie de la valeur actionnariale, sont constitutives de cette dernière.

3) La constitution relative et spéculative de la valeur actionnariale

Le principe de l'évaluation fondamentale considère que le prix de l'action représente les prévisions actualisées des flux monétaires générés par l'activité de l'entreprise sur lesquels les propriétaires ont des droits. Le calcul actuariel permet de définir un prix théorique de l'action qui rend possible de comparer le futur de l'entreprise à son évaluation concrète à un moment donné dans une bourse. Pour atteindre cette valeur propre ou intrinsèque, l'analyste doit néanmoins mobiliser un certain nombre de données qui sont définies à partir des principes des évaluations relative et spéculative. Les données des « comparables » et de l'évolution de court et de long terme des prix des actions, des obligations des entreprises et des bons d'Etat sont en effet nécessaires pour définir le taux d'actualisation qui seul permet de définir la valeur intrinsèque de l'entreprise. Par ailleurs, l'horizon pratique de l'entreprise, dans lequel l'analyste prévoit un flux futur de revenus, est constitué à partir des données passées et futures des entreprises comparables. La méthode de calcul de la valeur fondamentale est donc construite sur un paradoxe qui organise les rapports sociaux de son application. D'une part, la méthode est une représentation fidèle de l'ontologie qui lie le prix de l'action à l'activité de l'entreprise. D'autre part, le calcul concret du prix théorique mobilise les approches relative et spéculative, à partir desquelles les analystes doivent interpréter le passé et prévoir le futur, ce qui donne lieu à des points de vue très différents. La méthode de représentation apparaît comme fidèle, mais son application ne peut donner lieu qu'à des résultats labiles.

L'importance des évaluations relative et spéculative dans la définition du taux d'actualisation

Pour donner la valeur intrinsèque de l'activité d'une entreprise selon l'ontologie de la valeur actionnariale, les flux monétaires futurs générés par l'entreprise et sur lesquels les actionnaires auraient des droits doivent être « actualisés », c'est-à-dire transformés en une valeur monétaire actuelle à partir d'un taux d'actualisation. La définition de ce taux est donc fondamentale pour établir la valeur théorique actuelle de l'activité intrinsèque de l'entreprise. Ce taux est calculé d'une manière qui est censée permettre de comparer l'entreprise à d'autres comparables et à un taux de profit *« sans risque »*. Le taux d'actualisation se calcule en effet, si l'on suit les manuels d'analyse financière et les pratiques officielles des analystes que j'ai pu observer et appliquer, en considérant qu'une entreprise rentable est une entreprise qui génère suffisamment d'argent pour payer ses dettes et des dividendes à ses actionnaires, après avoir couvert les autres coûts de fonctionnement (considérés « opérationnels », comme les salaires, les fournitures, etc.). Pour calculer la quantité d'argent que l'entreprise doit dégager pour payer ses dettes et ses actionnaires, on prend en compte un taux de paiement de dividendes et un taux d'intérêt que l'entreprise devrait payer pour chaque dette. La somme pondérée[258] de ces deux taux est appelée la WACC, pour *weighted average cost of capital* (coût moyen pondéré du capital). La WACC est le taux d'actualisation minimal à partir duquel l'entreprise est considérée comme un investissement intéressant pour un acheteur d'actions ou d'obligations. Du point de vue conceptuel, et du point de vue de calcul concret d'un prix théorique, c'est un élément crucial de l'évaluation fondamentaliste, mais qui définit la valeur intrinsèque de l'entreprise à partir des principes d'évaluation basés sur sa comparaison à d'autres entreprises et aux prix historiques et de court terme des actions et des obligations.

L'importance de la définition relative de l'activité de l'entreprise par rapport à des « comparables » a lieu de deux manières très distinctes dans la définition du taux d'actualisation. D'abord, le taux d'intérêt que paie l'entreprise à ses créditeurs (appelé le « coût de la dette ») est défini par le taux payé, au moment de l'analyse, par ses bons cotés en bourse ou, si l'entreprise n'a pas de dette sous forme d'obligations, par le taux payé par des entreprises « comparables ».

A ce taux est ajouté ce qui est appelé le « coût du capital ». Ce coût peut être calculé de différentes manières, par exemple en prenant comme référence l'historique des dividendes payés par l'entreprise et en le projetant dans le futur, soit tel quel, soit en le faisant varier avec

[258] La pondération met en rapport la part relative de chaque *« source de financement »*, mesurée à sa valeur dans le marché à un moment donné. Ainsi, si le montant de la dette est de 10 milliards d'euros et la capitalisation boursière est de 20 milliards, la dette compte pour un tiers du capital qui doit être rémunéré.

le chiffre d'affaires ou le profit. Pour un bon nombre d'entreprises cotées, cette information est néanmoins considérée comme bancale, l'historique étant souvent trop court et les variations d'une année à une autre dans le paiement de dividendes pouvant être très fortes. Les analystes procèdent de ce fait à définir le coût des actions à partir d'un taux d'intérêt *« sans risque »*, auquel s'ajoute une *« prime de risque »*. Ce taux d'intérêt est censé être payé par un investissement dans lequel l'investisseur ne court pas le risque de recevoir moins que ce qu'il attend. Il est généralement défini par le taux d'intérêt payé par les bons d'Etat des pays riches. On considère que le taux « sans risque » en une monnaie particulière est défini par le taux payé par les bons de l'Etat qui régule cette monnaie, comme les bons des Etats-Unis pour le dollar US[259]. Ceci doit permettre de comparer des investissements différents, « à risque » (par exemple dans une entreprise) et « sans risque » (dans un bon d'Etat d'un pays riche) sans avoir à prendre en compte les variations des taux de change dans les marchés de devises.

La « prime de risque » est la mesure de l'écart entre les deux types d'investissement, selon la norme qu'un investisseur doit espérer un retour plus important d'un investissement plus risqué, autrement il se contenterait d'investir là où les retours monétaires sont plus sûrs. Le calcul de la prime de risque se fait en deux temps. D'une part, on considère qu'il y a un écart typique, défini statistiquement, entre les actions et le taux « sans risque ». L'écart typique est défini statistiquement, et peut donner lieu à des manipulations des données différentes, avec des résultats différents. La plupart des analystes se contentent généralement de reprendre un écart considéré comme consensuel dans la profession, publié par des agences spécialisées, et souvent produit par des chercheurs en lien avec le monde universitaire. Par exemple, on peut considérer qu'historiquement, les actions, plus « risquées » que les bons d'Etat des pays riches, paient 7,5% de plus que ces derniers. Cette « prime de risque » n'est définie que dans la relation entre deux classes d'actifs. Elle ne désigne pas la « prime de risque » d'une entreprise particulière.

Pour définir le taux d'actualisation d'une entreprise spécifique, on ajoute un dernier élément dans le calcul, la variation du « risque » de l'entreprise par rapport à la classe d'actifs à laquelle elle appartient (dans ce cas, les actions), et qui est, elle, comparée au taux « sans risque ». Cette variation est calculée en comparant les profits réalisés, historiquement, par un investisseur qui aurait investi dans cette entreprise en particulier, et ceux qu'il aurait réalisés,

[259] Ces bons ont des termes différents, généralement de deux à trente ans. On considère qu'il faut prendre comme référence un bon dont le terme est proche de la « durée de vie » de l'entreprise ou de la durée prévisible de l'investissement.

pendant la même période, s'il avait investi dans la classe d'actifs en entier. La classe d'actifs est souvent définie par un indice boursier, calculé statistiquement tous les jours pour chaque bourse en particulier, et censé refléter l'évolution des prix des actions cotées, sans être affecté par le fait que, par exemple, certaines nouvelles entreprises entrent dans l'indice et d'autres en sortent, ce qui rendrait la définition historique d'une « classe » impossible, puisque son contenu change dans le temps. La variation entre les profits engendrés par une entreprise particulière pour ses actionnaires et ceux de la classe d'actifs est nommée le β (béta) de l'entreprise. La « prime de risque » de la classe d'actifs est ainsi multipliée par le béta de l'entreprise analysée pour calculer la « prime de risque » de l'entreprise, c'est-à-dire le retour que doivent en espérer les actionnaires pour la considérer un investissement opportun[260].

Le calcul du taux d'actualisation, sur lequel repose la possibilité de donner une valeur intrinsèque de l'entreprise cotée à partir de ses « fondamentaux », se fait en mobilisant plusieurs éléments de comparaison. Ceci fait du principe de l'évaluation relative, selon lequel la valeur de l'entreprise se définit dans sa position relative à d'autres « comparables », un élément constitutif de l'évaluation fondamentale. Par ailleurs, cette comparaison se fait en partie en reprenant des données actuelles et passées des marchés des actions et des obligations, ce qui inscrit, dans la possibilité même de l'évaluation fondamentale, l'appel à des données du quotidien de l'offre et de la demande, qui est le produit, en partie, d'approches spéculatives. Ceci est d'autant plus le cas lorsque ces approches sont considérées comme dominantes pendant de longues périodes comme, selon de nombreux acteurs observés, à l'époque de mes recherches et pendant plusieurs années auparavant.

L'évaluation fondamentale est également en partie constituée par la relation entre l'activité de l'entreprise et la politique publique de définition des taux d'intérêts, qui définit le taux « sans risque ». Comme nous le verrons pour d'autres actifs, ce taux est un élément conceptuel fondamental dans toute évaluation financière. Il inscrit celle-ci dans un cadre conceptuel, normatif et de distribution effective de ressources *via* le système de crédit, dans lequel l'Etat est un acteur fondamental. Depuis plus de deux décennies, les taux d'intérêts des pays riches sont restés stables et positifs, avec une inflation faible. A d'autres périodes, par exemple à la fin des années soixante-dix, les taux d'intérêt ont varié fortement, avec des taux

[260] De nombreuses grandes compagnies de *brokerage*, ainsi que certaines compagnies qui produisent de l'information financière, comme Bloomberg, calculent les bétas des compagnies cotées, avec des résultats parfois divergents. Ceci permet néanmoins aux analystes des compagnies avec moins de moyens, comme ceux que j'ai observés à Brokers Inc., de faire leurs calculs. Comme pour de nombreuses autres prévisions, face à l'incertitude quant à la représentativité des chiffres qu'ils utilisaient, ils mobilisaient ceux autour desquels ils considéraient qu'il y avait le plus de consensus dans la profession.

d'inflation forts qui pouvaient par moments les rendre négatifs[261]. L'évaluation fondamentale s'établit aujourd'hui à partir d'une présupposition sur la stabilité à long terme des taux d'intérêt « sans risque », qui est une projection dans le futur de l'histoire récente de ces taux. Cette présupposition, et le contexte institutionnel particulier qu'elle mobilise, sont constitutifs de la possibilité même de définir une valeur intrinsèque d'une entreprise cotée à partir de *ses* « fondamentaux ».

La définition de cette valeur intrinsèque est aussi constituée, à partir du calcul du taux d'actualisation, par rapport à l'évolution des prix des actions et des obligations dans des bourses particulières, à la fois sur le long et sur le court terme. L'importance de la variation des prix des actions et des obligations sur le long terme est explicite dans le besoin de définir une relation entre actions et obligations qui serait stable sur cette même période. Cette relation, assumée dans certains travaux d'économie, tend à naturaliser des « actifs financiers ». Elle suppose qu'ils ont des « comportements » propres, dont il s'agirait de définir les règles à partir de leurs définitions, sans rapport avec les pratiques institutionnelles et spéculatives à un moment donné, ni avec leur variation dans le temps. Par exemple, le manuel analysé ici, considère que les actions paient 7,5% de plus que les obligations, en se basant sur l'évolution des prix et des revenus des actifs pour la période de 1929 à 1998[262]. Ceci rend lisse une variation des prix qui a traversé, avec de grands écarts, de nombreux évènements historiques, dans et en dehors de l'organisation internationale des pratiques financières. Par cette opération, les résultats des variations concrètes de l'offre et de la demande sont intégrés de manière fondamentale dans le calcul de la valeur intrinsèque.

Il en va de même avec la définition du béta de l'entreprise, c'est-à-dire de son rapport à un indice boursier. La liste des entreprises qui conforment cet indice varie, puisque dans le temps, de nouvelles entreprises entrent en bourse, d'autres en sortent, fusionnent ou se scindent. Par ailleurs, la durée de vie des entreprises est très variable, et le rapport d'une entreprise par rapport à son indice de comparaison, défini comme « béta », peut être établi sur

[261] Lorsque le taux d'inflation dépasse le taux d'intérêt d'un prêt, on considère que le pouvoir d'achat du revenu perçu par le créancier se réduit. Un mouvement fort dans les taux de change peut aboutir à un résultat similaire. Ainsi, l'idée que ces taux, que les gouvernements pouvaient modifier aussi en relation à l'inflation, seraient « sans risque », est en fait située sur une période historique particulière. Ce concept est lié à la politique monétaire actuelle des Etats riches, mais les différentes faillites des Etats plus ou moins pauvres, comme la Russie en 1998 ou l'Argentine en 2001, ou de ces mêmes Etats riches à d'autres périodes, rappellent que le concept même d'un « taux sans risque » n'est possible que dans une configuration institutionnelle particulière, dont l'étude dépasse néanmoins l'objet de cette recherche.

[262] Cf. Higgins, R. C., *Analysis for Financial Management*, *op. cit.*, p 288. Pierre-Charles Pradier a analysé le fait que cette « prime de risque », établie autour de 7% et naturalisée dans certaines approches d'économie financière universitaire, qui ont valu des prix Nobel à certains auteurs, est loin d'être le résultat d'un calcul incontesté, cf. Pradier, P.-C., 2007, « L'énigme de la prime de risque. La fortune d'un problème qui n'existe pas », texte présenté dans le séminaire de l'Association des Etudes Sociales de la Finance, CEVIPOF, Paris, 18 avril.

des durées temporelles très différentes. Ces instabilités sont propres à tout travail de stabilisation de variables statistiques, et il ne s'agit pas ici d'en faire une critique au nom d'un probable « vraie » approche statistique. Ce qui est important pour la suite de l'argument de cette partie, est qu'elles mettent en relief le lien constitutif entre les pratiques d'achat et de vente d'actions et d'obligations dans des marchés spécifiques et la définition de la valeur intrinsèque d'une entreprise cotée.

Ce lien est aussi fort avec les variations des prix à court terme. C'est le cas pour la définition du « coût de la dette », défini directement à partir du taux d'intérêt que devraient payer l'entreprise ou ses comparables pour s'endetter au moment où l'analyste fait l'évaluation. C'est aussi le cas pour le prix des actions, notamment pour les entreprises avec peu d'histoire boursière, et dont l'évolution des prix peut être le fait de mouvements spéculatifs de long terme. Ceci était le cas pour de nombreuses entreprises liées à Internet à la fin des années 90 et au début des années 2000, c'est-à-dire pendant la période où j'ai effectué cette recherche. Mais ce cas n'est pas isolé, et touche différents secteurs à différents moments. Généralement, les analystes auront tendance à pallier cette *« dépendance »* en cherchant des données établies sur de plus longues périodes à partir de « comparables ». De cette façon, une partie du rôle constitutif de l'évaluation spéculative dans l'évaluation fondamentale est évitée en faisant appel à l'évaluation relative.

Les principes d'évaluation spéculative et relative sont constitutifs des concepts et des résultats nécessaires pour définir et calculer le taux d'actualisation, sur lequel se base la possibilité de définir une valeur fondamentale, intrinsèque, de l'entreprise analysée. Comme nous l'avons vu plus haut, l'évaluation relative mobilise souvent les historiques et les prix actuels des actions pour effectuer des comparaisons. L'interpénétration des différentes approches de l'évaluation se retrouve aussi dans l'importance de l'évaluation relative pour définir, interpréter et prévoir l'horizon pratique de l'entreprise analysée.

L'importance de l'évaluation relative dans la définition des horizons temporels mobilisés dans l'évaluation fondamentale

Le principe de l'évaluation relative est constitutif de la possibilité même d'une évaluation fondamentale en ce qu'il est mobilisé pour définir de nombreux éléments sans lesquels on ne peut pas calculer un taux d'actualisation. C'est le cas des taux d'intérêt de la dette d'une entreprise à un moment donné et son rapport avec la variation des prix des actions cotées dans son indice de référence, cette variation étant elle-même définie en rapport avec un taux d'intérêt « sans risque ». Mais l'évaluation relative est cruciale pour d'autres calculs tout

aussi constitutifs de l'évaluation fondamentale, qui concernent les prévisions sur l'activité future de l'entreprise, et la manière d'interpréter son activité passée.

Pour donner une valeur intrinsèque de l'entreprise analysée, l'analyste doit faire des prévisions sur les flux monétaires futurs générés par la compagnie. Ces prévisions se font en mobilisant différents types de données. Si l'entreprise a une histoire suffisamment longue, ses données passées seront projetées dans le futur, en les modifiant à partir de la stratégie officielle de la direction de la compagnie au moment de l'analyse. Par exemple, si une entreprise a un taux de profit qui s'est situé autour de 15% dans les dix dernières années, sauf un changement radical de stratégie, l'analyste va considérer que ce taux devrait rester stable dans le futur. La même approche sera appliquée pour d'autres marges, comme la marge opérationnelle, le taux de réinvestissement, le taux d'endettement, etc. Mais de nombreuses entreprises cotées n'ont pas d'histoire assez longue pour établir des régularités statistiques. Par ailleurs, les résultats des entreprises varient généralement dans le temps, avec les changements des stratégies de leurs directions et du contexte dans lequel elles agissent, par exemple la variation de l'inflation, des taux de change, des taux d'intérêt, du pouvoir d'achat de leurs clients, etc. Pour chaque entreprise, il est très probable que l'analyste se retrouve avec des données historiques peu régulières, que le raisonnement statistique ne permet pas de projeter simplement dans le futur. Les analystes font donc appel à des données historiques d'entreprises comparables qui, agrégées, constituent un secteur de référence, comme on l'a vu plus haut pour l'évaluation relative. Ces données sont ensuite mises en rapport avec des consensus établis par différents économistes, travaillant dans la finance et/ou dans le monde universitaire, concernant les prévisions sur le futur de l'inflation, les taux de change, etc. De cette manière, se constitue un ensemble de données qui concerne directement l'entreprise analysée, les entreprises qui lui sont comparables, et leur environnement, à partir duquel l'analyste peut établir des prévisions sur les flux monétaires qui feront la valeur propre à l'entreprise analysée. Les principes de l'évaluation relative, qui compare des entreprises pour les mettre en concurrence dans une hiérarchie des valeurs, sont mobilisés dans l'évaluation fondamentale, pour établir une norme à partir de laquelle l'activité de l'entreprise analysée est stabilisée comme autonome et peut acquérir une valeur intrinsèque.

L'interprétation des données passées de l'activité de l'entreprise consignées dans ses déclarations comptables et la définition des prévisions sur son futur définissent les flux monétaires sur lesquels les actionnaires auraient des droits. Les prévisions et interprétations se font à partir des principes de l'évaluation relative, qui définit l'activité de l'entreprise dans sa relation avec ses « comparables ». L'évaluation fondamentale est constituée, dans son calcul,

par des données construites à partir des principes des évaluations relative et spéculative, pour définir le taux d'actualisation, et de l'évaluation relative pour définir l'horizon pratique temporel de l'entreprise. A travers ces opérations, cette dernière est appréhendée, à partir de ses données comptables, comme un flux monétaire avec des tendances régulières, dans le passé et dans le futur, définies à partir des normes statistiques établies par l'agrégation des données de ses « comparables ».

Le paradoxe de l'évaluation fondamentale

L'évaluation fondamentale est censée suivre de manière fidèle l'ontologie qui lie le prix de l'action à l'activité économique de l'entreprise, comprise comme un flux monétaire sur lequel les actionnaires ont des droits. Cette ontologie permet de définir, du point de vue conceptuel, la valeur intrinsèque de l'entreprise cotée, et est la base à partir de laquelle se constituent les évaluations relatives et spéculatives dont les principes se distinguent et peuvent entrer en conflit avec ceux de l'évaluation fondamentale. Un analyste peut ainsi saisir, dans une feuille de calcul de son ordinateur, des données sur les taux d'intérêt « sans risque », le coût de la dette de l'entreprise, son béta, son passé comptable et les prévisions pour son futur, et en tirer un prix chiffré, unique, de ses actions cotées. Ces opérations sont effectuées par les analystes de manière systématique lorsqu'ils analysent une entreprise, ce qu'ils appellent faire un DCF, pour l'anglais *discounted cash flow* (flux monétaire actualisé) et j'ai dû les apprendre pour interagir à Brokers Inc. L'ontologie qui lie le prix d'une action à l'activité de l'entreprise dont elle est une part de propriété peut être fidèlement représentée par cette méthode de calcul.

En même temps, le calcul concret du prix de l'action selon cette méthode implique la mobilisation de principes d'évaluation qui, tout en reprenant la même ontologie, s'en éloignent jusqu'au point de pouvoir même la mettre en doute. Des prévisions différentes sur l'inflation, la croissance des chiffres d'affaires, la politique fiscale et son impact sur les profits ou l'investissement, peuvent donner lieu, par le jeu des formules mathématiques de l'actualisation, à des prix théoriques très différents. Les prévisions macroéconomiques sont faites par des départements d'université, des agences publiques et privées, et des économistes employés par des entreprises financières. Comme pour d'autres données, les analystes financiers ont rarement le temps et les moyens de produire par eux-mêmes toutes les données qui informent leur propre prévision. Ils mobilisent souvent certaines données qui sont considérées comme consensuelles, mais qu'ils peuvent modifier à partir de leurs propres intuitions. Il existe donc un modèle d'analyse, sous la forme de rapports de fonctions

mathématiques entre données chiffrées, qui reproduit de manière très explicite et univoque le rapport entre action cotée et entreprise selon l'ontologie de la valeur actionnariale, mais son application concrète, qui mobilise des principes d'interprétation du passé, du futur, et des « comparables », rend tout résultat du calcul labile. L'évaluation fondamentale peut être représentée de manière fidèle par une méthode de calcul, mais ne peut être atteinte concrètement, comme « prix théorique », qu'avec des résultats toujours instables. Les trois approches de l'évaluation sont constamment renvoyées les unes vers les autres, avec des tensions et des dépendances mutuelles qui font qu'aucune ne peut se stabiliser sans les autres, mais aussi, sans les déstabiliser. Cette tension organise, comme on le verra, les rapports entre les différentes approches de l'évaluation tels qu'ils sont pratiqués selon des tâches professionnelles dans des organisations comme Brokers Inc.

La valeur actionnariale est constituée par une interrelation entre un taux d'intérêt « sans risque », et des évaluations fondamentale, relative et spéculative, à la fois distinctes, potentiellement en conflit, et constitutives les unes des autres. Cette interrelation tendue organise et est organisée par les interactions quotidiennes qui rendent la valeur actionnariale effective comme horizon d'évaluation des entreprises cotées en bourse. Comme nous le verrons, les principes d'évaluation, la notion de taux d'intérêt « sans risque » et la figure de l'investisseur se retrouvent dans l'évaluation de la plupart des autres actifs financiers. Ils constituent un ensemble stable de règles d'évaluation à travers lesquelles la finance contemporaine définit une réalité et en donne des valeurs.

La valeur actionnariale définit un rapport social particulier au sein des entreprises, qui met des flux monétaires à disposition exclusive des actionnaires. Les différentes évaluations des entreprises reconduisent l'approche de la valeur actionnariale selon des principes différents, qui sont en partie constitués, historiquement, par des débats et des concepts de théories économiques, avec lesquelles ils communiquent et qui sont souvent mobilisées, dans les milieux académiques et politiques, pour les justifier. Une analyse des pratiques d'évaluation qui mobilisent et transforment ces principes permet de situer, dans des quotidiens concrets, les logiques de légitimation de ces théories elles-mêmes.

C) Légitimations et clôture de l'évaluable

Keynes remarquait que la plupart des discours politiques et de leurs applications étaient redevables d'anciennes théories économiques et philosophiques dont les acteurs avaient le plus souvent oublié l'existence[263]. Cette recherche n'a pas pour but d'analyser les rapports, extrêmement complexes et intimes, entre théories économiques et pratiques financières. Mais les concepts mobilisés par les acteurs au quotidien peuvent être rattachés à des théories économiques pour plusieurs raisons. D'abord, ces concepts sont souvent développés dans des départements d'universités ou d'écoles de commerce, par des personnes qui ont des rapports personnels avec l'industrie financière. Lorsque les concepts sont développés directement dans les milieux professionnels, c'est généralement de manière explicite en lien avec les résultats de la production universitaire. Par ailleurs, dans les milieux universitaires, ces méthodes sont souvent élaborées comme des parties ou des compléments de théories économiques plus larges, dans lesquelles les logiques de « marché », conçues selon les philosophies libérales, ont un rôle fondamental dans l'organisation générale des rapports sociaux. Intégrés dans des projets normatifs sur les rapports sociaux, les concepts de l'analyse financière sont légitimés de manière explicite à la fois du point de vue cognitif et du point de vue moral. Dans les philosophies libérales dont les concepts sont issus, ces deux points de vue ne sont en fait pas séparables.

Du point de vue d'une anthropologie politique, les concepts utilisés dans les pratiques d'évaluation peuvent être étudiés de deux manières complémentaires. D'abord, en analysant la distribution des ressources et des rapports de forces décrite, affirmée, et recherchée par l'ontologie de la valeur actionnariale. Cette ontologie place au centre de la définition du réel, comme son point de départ et son bénéficiaire théorique, un propriétaire qui ne recherche qu'un revenu monétaire dans le temps, et qui est libre de choisir entre différents actifs financiers. Ensuite, en analysant la place de cette ontologie dans l'espace problématique dessiné par des théories normatives sur l'organisation générale des rapports sociaux, dans lesquelles sont stabilisés des arguments mobilisés pour en établir la légitimité. L'ontologie de

[263] Keynes, J. M., 1997 (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, *op. cit.*, pp. 383-384. Keynes finit son ouvrage avec cette remarque, qui rappelle la remarque de Foucault sur le traitement de la folie citée plus haut, selon laquelle certaines pratiques tendent à naturaliser les objets de théories qu'elles ont intégrées sans que les acteurs en soient conscients. Dans une optique proche de celle avec laquelle Foucault défendait son projet, Keynes incite le lecteur à oser changer d'idées quant aux régularités des pratiques économiques et à la manière de les influencer par la politique publique.

la valeur actionnariale s'inscrit dans les approches libérales qui problématisent les rapports d'évaluation comme un questionnement sur la liberté évaluative du sujet dans ses interactions avec d'autres. Les concepts stabilisés dans ces questionnements se retrouvent dans la définition, le calcul et l'autolégitimation de l'ontologie de la valeur actionnariale, ainsi que dans les principes d'évaluation, qui sont mobilisés pour évaluer d'autres actifs financiers.

Cette double analyse est nécessaire ici pour trois raisons. D'une part, elle permet de comprendre la distribution des droits d'évaluation contenue dans les méthodes d'évaluation, ces droits étant adjugés uniquement, du point de vue théorique, aux « propriétaires » (1). Par ailleurs, en analysant le lien entre les méthodes d'évaluation et les philosophies libérales dont elles sont issues, on peut comprendre comment une partie de la légitimation de ces méthodes est déjà réalisée dans les arguments que ces méthodes portent en elles. Les concepts descriptifs peuvent fonctionner comme justifications morales (2). Finalement, cette analyse est nécessaire car les concepts des philosophies libérales se retrouvent, comme je l'ai analysé en introduction, dans de nombreuses approches des sciences sociales sur les pratiques marchandes. En étudiant comment ces différentes approches intègrent les concepts des méthodes d'évaluation, et de leur justification morale, dans leur description, on peut mettre en relief les questions qu'elles ne posent pas, notamment l'analyse de la définition de la valeur comme un rapport de forces pratiqué dans des dispositifs organisationnels dans lesquels l'intentionnalité est distribuée dans diverses tâches professionnelles (3).

1) Point de vue de l'évaluation et clôture de l'évaluable

De manière très explicite, l'ontologie de la valeur actionnariale présente les entreprises du point de vue des détenteurs d'actions, compris comme ayant des droits sur les flux monétaires qui circulent dans l'entreprise en raison de leur caractère de « propriétaires » de ce qui est défini, du point de vue légal, comme une entité morale. Par ailleurs, les détenteurs d'actions sont compris comme étant intéressés par le rapport de propriété strictement dans le but d'en tirer un revenu monétaire dans le temps. Ce revenu peut être différé, par exemple dans le cas où une partie des revenus n'est pas distribuée en dividendes mais utilisée pour investir dans de nouvelles activités. Mais la justification de ces investissements sera, de manière explicite, que les flux monétaires qu'ils mettront à disposition des actionnaires, actualisés, ont une valeur supérieure à la valeur de l'investissement. Autrement, le montant des investissements devrait être immédiatement

distribué aux actionnaires. Le propriétaire est le point de départ logique de l'agencement des concepts qui définissent ce qui est à évaluer et le but de l'évaluation.

Dans cette logique, le rapport de propriété est considéré comme équivalent à un rapport de crédit. Julien, vendeur junior à Brokers Inc., m'expliquait dans les premiers jours de mon stage, alors que j'essayais d'apprendre les bases de l'évaluation, que *« l'achat d'une action est comparé à l'achat d'une obligation »*. De manière générale, les actions et les obligations sont comparées à l'ensemble des « actifs financiers », à partir de leur standard d'évaluation commun, défini par le taux d'intérêt « sans risque ». La méthode d'évaluation considère un détenteur de ressources monétaires qui aurait un choix limité mais absolument libre entre différents actifs financiers. Le propriétaire est un « investisseur » qui définit l'entreprise comme une entité financière dans un espace d'action financière constitué par une multiplicité d'objets d'investissement, les « actifs », qu'il détient, afin d'en tirer un profit monétaire dans le temps.

Marcel Mauss analysait le flux de dons et contre-dons dans les cercles du *kula* et dans le *potlach*[264] en rapprochant le rapport de propriété et le rapport de crédit[265]. Les détenteurs d'un bien qui leur avait été donné étaient tenus de le donner à leur tour, afin de recevoir, plus tard, un bien encore plus important, du fait de leur participation au cercle. Chaque bien n'était détenu que de manière temporaire, le propriétaire étant obligé de ne pas le garder longtemps[266]. Certains acteurs pouvaient développer une position de pouvoir dans le cercle en gérant un montant toujours croissant de biens reçus et donnés. La puissance accumulée en termes de propriété de biens était liée au rapport de crédit qui la rendait possible. Dans cette configuration, le détenteur de biens, à un moment donné, constituait sa position de force à la fois comme créditeur et comme débiteur. Son seul moyen de maintenir

---

[264] *« Le* kula *est une sorte de grand potlach »*, cf. Mauss, M. « Essai sur le don… », *op. cit.*, p. 176.

[265] *«* […] *le don entraîne nécessairement la notion de crédit.* […] *C'est sur un système de cadeaux donnés et rendus à terme que se sont édifiés d'une part le troc, par simplification, par rapprochements de temps autrefois disjoints, et d'autre part l'achat et la vente, celle-ci à terme et au comptant, et aussi le prêt »*, *Ibid.*, p. 199.

[266] *« On donne parce qu'on y est forcé, parce que le donataire a une sorte de droit de propriété sur tout ce qui appartient au donateur »*, *Ibid.*, p. 163. *« C'est donc bien une propriété que l'on a sur le cadeau reçu. Mais c'est une propriété d'un certain genre. On pourrait dire qu'elle participe à toutes sortes de principes de droit que nous avons, nous, modernes, soigneusement isolés les uns des autres. C'est une propriété et une possession, un gage et une chose louée, une chose vendue et achetée et en même temps déposée, mandatée et fidéi-commise : car elle ne vous est donnée qu'à condition d'en faire usage pour un autre, ou de la transmettre à un tiers, « partenaire lointain »,* murimuri *»*, *Ibid.*, p. 180. Comme je l'ai dit en introduction, je ne lis pas ces remarques dans le sens d'une généalogie, mais comme un manière qu'a Mauss de pointer, dans de nombreux rapports d'échange *contemporains*, un rapport de forces commun, qu'il met en relief dans l'analyse du don et du contre-don. Ce rapport de forces n'est pas une essence, mais une problématisation commune de phénomènes multiples du point de vue d'une anthropologie politique.

ou de renforcer cette position était de multiplier ses rapports de crédit, en montant dans la hiérarchie des biens échangés[267].

Parmi la multiplicité des rapports sociaux qui pourraient être décrits comme « propriété »[268], le lien entre rapport financier et rapport de propriété décrit par Marcel Mauss dans le rapport de *kula* semble proche du lien entre le détenteur de l'action et l'entreprise décrit dans l'ontologie de la valeur actionnariale. La propriété est conçue comme la détention temporaire d'un bien dans un rapport de crédit. Mais une différence fondamentale entre les deux approches concerne l'objet de la recherche présentée ici. Pour Marcel Mauss, la position de force du détenteur de biens à un moment donné est définie, dès le départ de l'analyse, comme constituée dans un réseau d'interactions qui lui assure sa stabilité mais aussi sa constante mise en danger[269]. En donnant, l'acteur s'expose à recevoir et à devoir redonner. S'il ne peut honorer sa place dans ce dispositif, il risque de la perdre, et par là il met en danger son existence sociale, voire son existence tout court. Par contre, dans l'ontologie de la valeur actionnariale, l'investisseur, détenteur de ressources monétaires, est complètement libre par rapport aux actifs qu'il finance. Sa position de force est totale, du point de vue conceptuel. Rien ne l'oblige à prêter ou investir[270].

Dans les théories libérales, cette vision du rapport de crédit part de l'idée que le rapport de propriété privée est fondamental dans la définition même de l'être humain en tant que sujet actif dans le monde pratique[271]. L'acte de prêter est le fait d'un sujet souverain. Ce rapport de propriété est repris dans l'ontologie de la valeur actionnariale, selon laquelle la propriété n'est cependant plus celle d'un bien particulier, mais un différentiel de forces dans

---

[267] *Ibid*., pp. 186-188.

[268] On peut considérer que le mot « propriété » peut désigner des règles d'interactions diverses, qui définissent un rapport différent dans chaque situation. Cf. Alexander, C., 2004, « Value, Relations and Changing Bodies : Privatization and Property Rights in Kazakhstan », in Humphrey, C., Verdery, K. (eds.), *Property in Question. Value transformation in the global economy*, Berg, New York, pp. 251-273 ; Hahn, C., 2005, « Property », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar Publishing Inc., Northampton, MA, pp. 110-124 ; Humphrey, C., Verdery, K., 2004, « Introduction : Raising questions about property », in Humphrey, C., Verdery, K. (eds.), *Property in Question. Value transformation in the global economy*, *op. cit.*, pp. 1-25 ; et Stark, D., 1998, « Recombinant property in East European capitalism », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Market*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 116-146.

[269] cf. Mauss, M. « Essai sur le don… », *op. cit.*, pp. 254-255.

[270] Marc Abélès met en évidence cet écart entre les deux logiques, très prégnantes aujourd'hui, lorsqu'il analyse les philanthropes de la Silicon Valley. Les philanthropes ne se préoccupent pas uniquement de donner, mais donner à voir qu'ils donnent. Ce donner à voir s'inscrit dans une compétition entre philanthropes dont les raisons sont le prestige issu du fait de donner. La « liberté » de ne pas donner, certes toujours-là du point de vue juridique, s'en voit éreintée, selon des logiques éthiques, contrairement à la logique de l'évaluation financière. Cette tension se retrouve dans les tensions qui accompagnent la tentative de traduire la philanthropie dans une logique des rendements sociaux, en évacuant la notion de « pure dépense ». Cf. Abélès, M., 2002, *Les nouveaux riches. Un ethnologue dans la Silicon Valley*, Editions Odile Jacob, Paris, notamment pp. 111-117 et 235-265.

[271] Adam Smith parle ainsi des *« droits sacrés de la propriété privée »* (*the sacred rights of private property*), cf. Smith, A., 1991 (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, *op. cit.*, p. 181.

l'accès à des ressources monétaires. L'investisseur détient, de manière souveraine, des ressources monétaires, qu'il alloue librement, avec pour seul but d'en tirer un revenu financier. Les méthodes d'évaluation, de manière explicite, visent à permettre à la figure de l'investisseur de mieux réaliser cet intérêt.

En présupposant un rapport de propriété souverain et un lien de crédit organisé à partir de la position de force du propriétaire/prêteur, et en n'analysant le lien entre les propriétaires et l'entreprise détenue que du point de vue des revenus monétaires que les premiers peuvent en tirer, l'ontologie de la valeur actionnariale nie ou fait disparaître les capacités d'action des autres acteurs impliqués dans les rapports de crédit, et les rapports qui les lient aux propriétaires de l'entreprise[272]. C'est le cas des rapports de force entre les actionnaires et les différents segments hiérarchisés des employés de l'entreprise (direction, cadres moyens, etc.). Ces rapports ne sont analysés que du point de vue financier d'un investisseur, qui est le seul à avoir le droit de disposer des revenus de l'entreprise. Les possibles droits d'autres acteurs, comme les employés, sur ces mêmes revenus sont niés. Dans cette logique, dans le document de Morgan Stanley sur Alitalia, les analystes considèrent que la compagnie nécessite une réorganisation de ses activités et une *« réduction des coûts »*[273]. Une analyse de UBS Warburg de la même époque clarifie le fait que ces coûts concernent les salaires perçus par les employés de la compagnie[274]. Ces analystes considèrent les conflits salariaux, dans lesquels les syndicats ont réussi à imposer certaines conditions, comme un échec de la direction à faire son travail, qui est d'accroître le flux monétaire disponible pour les actionnaires, et qui se voit ici réduit par l'importance de la masse salariale[275].

L'ontologie de la valeur actionnariale efface aussi les rapports entre l'entreprise et les entités avec lesquelles elle interagit, comme les fournisseurs, les habitants des régions où les activités de l'entreprise ont lieu ou l'espace politique (Etat, région, ville, etc.) dans lequel elle est située.Certaines approches opposent à la vision des détenteurs d'actions (*shareholders*) celle des personnes ayant un intérêt dans l'entreprise, les « parties prenantes » (*stakeholders*)[276]. L'intégration des intérêts et des droits de ces derniers implique de

[272] On peut aussi dire ceci de la comptabilité, cf. Miller, P., 1998, « The margins of accounting », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Market*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 174-193, ou encore des codages dans l'enregistrement des transactions, cf. Riles, A., 2004, « Real Time: Unwinding technocratic and anthropological knowledge », *American Ethnologist* 31(3), pp. 1-14 et Millo, Y., Muniesa, F., Panourgias, N. S., Scott, S. V., 2005, « Organised detachment : clearinghouse mechanisms in financial markets », *Information and Organization*, vol. 15, n°3, p. 229-246.
[273] Cf. Annexe I, p. 3.
[274] Cf. Annexe II, pp. 1-2.
[275] J'ai analysé des critiques de ce phénomène en Introduction.
[276] Pour une analyse plus approfondie de cette distinction, cf. Plihon, D., Ponssard, J.-P., Zarlowski, P., 2002, « Conclusion: Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence », in

considérer que les buts de la direction de l'entreprise sont d'harmoniser la recherche de rentabilité financière des propriétaires avec les questions salariales, politiques, et environnementales des acteurs qui sont touchés, de près ou de loin, par les activités imputables à l'entreprise. Dans le cas d'entreprises détenues par des Etats ou des coopératives, ces objectifs sont parfois explicites, et sont censés organiser l'activité financière de l'entreprise. La définition de l'entreprise selon l'ontologie de la valeur actionnariale efface ces questions dans sa description du rapport de propriété défini par la détention d'actions[277]. Ce rapport n'est compris que comme une opportunité d'investissement d'un investisseur libre de partir avec ses ressources monétaires, et qui ne chercherait qu'à percevoir un flux monétaire dans le temps.

Le rapport de forces décrit dans l'ontologie de la valeur actionnariale se retrouve, comme on le verra, dans les concepts mobilisés pour évaluer des actifs financiers autres que les actions cotées. A chaque fois, il s'agira de définir les intérêts d'un investisseur, libre de son choix, qui décide de fournir des ressources monétaires à une activité économique, afin d'en tirer un revenu dans le temps. L'évaluation se fait de manière générale, pour la plupart des actifs financiers, en comparant cet actif à un taux d'intérêt « sans risque », qui est de cette

---

Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, *op. cit.*, pp. 163-173 et Gehrke, I., 2002, « Valeur actionnariale: le « rattrapage » de l'Allemagne », in *ibid.*, pp. 147-162.

[277] Une approche s'est développée aux Etats-Unis, depuis les années 1920, mais aussi ailleurs, y compris en France, depuis les années 1980, qui vise à organiser les investissements financiers à partir de critères dits « éthiques » (Cf. Capelle-Blancard, G., Giamporcaro-Saunière, S., 2006, « L'investissement socialement responsable », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 70 et 72). Ces critères peuvent être très différents selon les lieux. Ainsi, de nombreux fonds d'investissement « éthique » aux Etats-Unis ont pour critère de ne pas investir dans des entreprises dont les revenus proviennent de la vente d'armes, de tabac, d'alcohol ou de l'industrie pornographique. Des seuils peuvent être définis, par exemple, en considérant qu'on peut investir dans une entreprise si ces activités ne constituent pas plus de 5% des sources de revenus. En France, l'investissement « éthique » est orienté vers ce qui est appelé « l'investissement socialement responsable » (ISR). Les principes d'investissement concernent plutôt les droits du travail, l'égalité entre les sexes et l'environnement. Ces approches, très minoritaires en termes de volume (autour de 1% des investissements en France, cf. *ibid.*, p. 72), entrent souvent en conflit avec l'approche de la valeur actionnariale, en préconisant de ne pas investir dans des entreprises qui seraient plus rentables pour les investisseurs, en raison de principes qui n'ont rien à voir avec les revenus que percevraient les actionnaires. Cf. *ibid.*, pp. 73-74 et Reverchon, A., 2006, « Rentabilité et investissement socialement responsable: l'état de la recherche », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, p. 77. La directrice des investissements socialement responsables à Acme, en entretien, me disait qu'elle essayait de convaincre ses potentiels clients, afin qu'ils lui donnent des fonds à gérer, en leur expliquant qu'à terme, l'ISR était plus rentable financièrement. Cet argument était difficile à justifier avec des chiffres concrets, mais montrait à quel point l'ontologie de la valeur actionnariale, close sur sa définition du lien entre actionnaire et entreprise, reste hégémonique dans les approches de l'évaluation. Elise Penalva Icher étudie la distribution de ces deux principes différents d'évaluation dans le milieu professionnel de l'ISR dans « Le Rôle des relations de collaboration et d'amitié dans la création d'un nouveau marché financier. L'investissement socialement responsable : l'imposition d'une convention de qualité par des « entrepreneurs institutionnels » », (texte présenté dans le séminaire de l'Association des Etudes Sociales de la Finance, 2007, à paraître). Certains acteurs à Acme et ailleurs, qui ne travaillaient pas dans l'ISR, me disaient assez ouvertement qu'ils n'y voyaient qu'un *« instrument marketing »*, pour attirer des fonds d'une petite minorité de clients potentiels, qu'il n'y avait aucune raison de négliger. Pour une critique de l'investissement dit « éthique », comme *« mascarade »*, cf. Lordon, F., 2003, *Et la vertu sauvera le monde… op. cit.*, pp. 108-112 et ssq.

manière un fondement conceptuel réaliste de la liberté de l'investisseur théorique. A chaque fois qu'une décision d'investir a lieu, d'un point de vue théorique, l'investisseur a le choix entre un actif particulier ou les bons des Etats riches, « sans risque ». Le rapport à l'actif financier est défini par l'opportunité qu'elle représente par rapport à ce taux, en termes des revenus qu'il fournit et de la probabilité que l'investisseur gagne moins que prévu, voire perde sa mise. Cette probabilité, appelée le « risque », est censée *justifier* la rémunération plus élevée attendue des actifs autres que le taux « sans risque ». Les méthodes d'évaluation viseront à juger les prix et les revenus futurs de l'actif considéré, pour les comparer au taux « sans risque », du strict point de vue de l'intérêt financier de l'investisseur théorique[278]. Tout autre rapport aux personnes impliquées dans l'activité dans laquelle l'argent est investi est contré ou effacé[279].

La capacité à définir ce qui est évaluable et à y désigner une hiérarchie des valeurs constitue le pouvoir d'évaluation de la finance contemporaine comme pouvoir de désigner les droits et les devoirs des instances susceptibles de participer à un rapport de crédit inégal. Les méthodes d'évaluation des actions établissent et assument un lien entre l'investisseur propriétaire et son objet d'évaluation, l'entreprise, qui s'inscrit dans une compréhension libérale de la définition de la valeur par un sujet libre dans son rapport à d'autres sujets dans une relation marchande. Les concepts de l'évaluation portent en eux les justifications des liens qu'ils établissent, dans les termes de cette philosophie morale. En analyser le contenu n'est pas ici une manière d'engager une critique immanente de ces problématiques, mais de décrire comment le dispositif porte dans certains de ses éléments des possibilités et des limites de sa légitimation.

2) Les enjeux de légitimité dans l'évaluation financière contemporaine

[278] De manière générale, cette approche considère l'investisseur isolé, ce qui le place dans la situation où le marché est toujours « liquide », c'est-à-dire que l'investisseur trouvera toujours un vendeur ou un acheteur pour réaliser ses transactions. Certaines situations de crise de confiance rendent cette supposition fausse. Par ailleurs, comme l'ont remarqué plusieurs analystes, cette supposition n'est pas vraie pour l'ensemble des investisseurs qui conforment le marché, puisqu'ils ne peuvent pas tous vendre ou acheter en même temps. Je ne traite dans cette partie que de l'investisseur théorique en tant qu'instance d'évaluation. La question de la liquidité pose celle des droits et devoirs de l'investisseur en tant qu'acheteur et vendeur dans des interactions avec d'autres. Je la traiterai dans la deuxième partie de ce texte.

[279] Cette clôture de ce qui est à évaluer a été étudiée pour d'autres cas, et se fait généralement dans un rapport conflictuel sur la définition de la valeur. Cf. par exemple Graeber, D., 2005, « Value : anthropological theories of value », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 439-454 et Damon, F. H., 2002, « Invisible or Visible Links ? », *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 233-242. Dans ce texte, j'analyserai ce conflit comme rapport de forces en considérant ensemble les définition de la valeur et la distribution de ressources qu'elles contribuent à organiser dans la finance contemporaine.

Pour Adam Smith, la possibilité de déclarer une « vraie » valeur suppose une définition du réel dans laquelle un sujet réalise sa propre vérité, en s'évaluant librement lui-même. La vérité de la valeur se fait dans l'interaction libre entre sujets qui mettent en rapport leurs évaluations dans le marché. Le sujet libre, la valeur naturelle et la valeur de marché, se définissent ensemble, dans un mouvement par lequel le sujet devient libre en partie en exerçant ses capacités évaluatives. Smith situe ce mouvement de manière explicite dans une réflexion morale sur la régulation des rapports sociaux et les institutions qui le rendent possible. La manière dont ces concepts sont articulés dans sa philosophie morale se retrouve dans les méthodes d'évaluation de la finance contemporaine.

Adam Smith stabilise deux approches de la valeur, la valeur *« naturelle »* et la valeur *« de marché »* ou *« nominale »*, qui répondent à deux principes différents qui organisent la pensée sur la possibilité de la liberté politique du sujet. Le premier principe suppose que la valeur est définie de manière souveraine par le sujet, et que dans cette définition s'affirme la liberté qui le définit lui-même. Cette valeur désigne la manière dont le sujet se perçoit lui-même comme acteur, c'est la valeur de son activité. Elle se situe entre deux extrêmes, qui lient l'activité à la liberté de définir sa propre valeur : le besoin physique de survie, dans lequel toute évaluation est réduite à la reproduction du corps comme condition de possibilité de toute action ; et le loisir, activité sans but autre que le plaisir immédiat qu'elle procure, en dehors de toute contrainte physique[280]. Ces deux extrêmes sont perçus comme les bouts d'une ligne continue où, selon leurs poids respectifs, le sujet évalue, ou peut évaluer, à chaque fois, toute activité dans laquelle il se réalise dans le monde[281]. Pour le sujet, toute activité, ou tout concentré d'activité, comme celui qui se retrouve dans un objet fabriqué[282], dans un service, dans le savoir accumulé par l'éducation[283], sont à évaluer à l'intérieur du spectre développé entre ces deux extrêmes.

[280] Parce que le *« travail »* (*labour*) a toujours la même valeur pour le sujet, il est le seul standard qui mesure tous les biens et permet de leur donner un prix *« réel »* ou *« naturel »* (cf. Smith, A., 1991 (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, *op. cit.*, p. 39). La valeur d'un bien est alors la quantité de travail nécessaire à sa production, c'est-à-dire le minimum que coûte de reproduire le travail engagé dans celle-ci : la subsistance du travailleur (*ibid.*, p. 42). La mesure fondamentale de la valeur, la subsistance, est essentiellement matérielle : les désirs ou besoins humains fondamentaux (*the great wants of mankind*) sont la nourriture, le vêtement et le logement (*ibid*. p. 87). Smith mobilise des valeurs éthiques ou religieuses, mais celles-ci n'ont pas de rôle premier dans l'acte d'évaluation par lequel l'individu s'évalue lui-même.

[281] Le sujet évaluateur se constitue comme libre en choisissant de suivre soit son *« désir »* de travailler plus pour améliorer sa situation, soit sa *« passion »*, qui le pousse à jouir tout de suite (*ibid.*, p. 282). Le sujet se situe, à travers son choix, dans le continuum où sont distingués les *« nécessités, les conforts et les plaisirs de la vie humaine »* (*« necessaries, conveniencies and amusements of human life »*, *ibid.*, p. 36).

[282] *Ibid.*, p. 36.

[283] *Ibid.*, p. 37.

Le deuxième principe d'évaluation est celui de l'interaction du sujet avec d'autres sujets, dans laquelle est définie une valeur *« de marché »* ou *« nominale »*. Si le premier principe nécessite la réflexion indépendante et souveraine du sujet sur lui-même, le deuxième principe implique une procédure d'interaction particulière : la définition d'une valeur monétaire dans un échange d'achat et de vente[284]. Le marché est l'instance de rencontre entre un sujet offreur et un sujet demandeur qui, à travers la définition commune d'un prix, accordent leurs évaluations souveraines. Ce que le sujet est prêt à échanger peut trouver une valeur auprès d'un autre sujet, ce qui leur permet d'obtenir ce que les deux recherchent. Si le sujet peut se réaliser comme libre dans l'échange, c'est en partie parce que sa définition de la valeur y trouve, à travers le dispositif de marché, une reconnaissance sociale qui l'affirme. Le dispositif permet une adéquation parfaite entre valeur d'usage et valeur d'échange lorsque rien n'entrave la capacité du sujet de proposer une valeur et de la changer en fonction de ce que proposent les autres, voire de ne pas entrer dans l'échange lorsque sa valeur d'usage n'est pas reconnue.

La capacité de déserter l'échange et la logique de la concurrence conduisent à une normalisation des valeurs. Lorsque la valeur proposée par le sujet est reconnue[285], d'autres sujets viendront proposer d'entrer dans l'échange dans des conditions semblables. Lorsqu'ils ne trouveront pas de partenaire, ils réduiront la valeur proposée. Ce processus se reproduit jusqu'au moment où, pour la majorité des sujets, la valeur d'échange d'une certaine activité se situe juste au-dessus du point où ce qu'elle permet de procurer suffit exactement à reproduire, physiquement, les corps nécessaires à sa production. Les nouveaux entrants dans l'échange trouveront celle-ci sans intérêt, et orienteront leur activité ailleurs[286]. Ce mécanisme est censé respecter la capacité de chaque sujet à définir de manière souveraine une valeur d'usage, et à la transformer en valeur d'échange tant qu'elle est reconnue par d'autres. Lorsqu'elle n'est pas reconnue, elle demeure du domaine strict de la liberté évaluative du sujet. Le dispositif du marché, tel que l'analyse Smith, permet de fait une égalisation entre deux principes d'évaluation différents, tout en empêchant que l'un soit perverti par l'autre. Les volontés individuelles, dans leur capacité évaluatrice, demeurent souveraines, absolument libres, et

[284] La *« valeur de marché »*, définie comme le prix d'un bien, c'est-à-dire du travail nécessaire à sa production, mesuré en monnaie, est la *« valeur nominale »* (*ibid.* p. 38). Comme je l'ai rappelé en introduction, pour Smith la monnaie ne vient que simplifier ce qui est déjà vrai pour la valeur dans le cas du troc.
[285] Pour Smith, dans un système de marché vraiment libre, l'offreur et le demandeur de travail sont tout aussi libres d'entrer dans l'échange que d'en rester à l'écart. Leur accord est alors celui de leurs libres capacités évaluatrices (*ibid.*, pp. 58-61). En ce qui concerne le crédit, le taux d'intérêt rémunère les *« risques et* [les] *dérangements »* que subit le créancier en prêtant ou en investissant (*ibid.* p. 518).
[286] *Ibid.*, pp. 59-61 et 63.

peuvent néanmoins s'accorder sur des valeurs communes qui permettent une plus grande capacité d'agir à chacun des sujets.

Les concepts qui définissent cette légitimité politique et morale de l'échange marchand organisent les procédures et leur légitimité dans l'évaluation financière contemporaine. Dans une situation idéale où le mécanisme de marché serait laissé libre, une des conditions pour que tous les acteurs puissent accorder leurs évaluations est qu'ils aient une définition commune de ce qu'ils échangent. La doctrine libérale est reprise dans l'analyse de l'évaluation financière, en considérant qu'il est crucial que l'information sur les objets échangés soit la même pour tous. Dans ce contexte, leurs évaluations devraient s'accorder en définissant un prix commun. Reprise et transformée par les théories marginalistes, l'approche libérale considère que le mécanisme de marché permet aux sujets qui échangent de s'accorder de manière optimale, lorsqu'ils disposent de toutes les informations nécessaires pour comprendre la valeur intrinsèque de chaque objet échangé[287].

On trouve une légitimation de l'évaluation dans la finance contemporaine, qui s'inscrit dans le philosophie politique et morale du marché de Smith, dans la première page de l'introduction d'un manuel de gestion d'investissements financiers, dont les auteurs sont par eux-mêmes une caution universitaire. Bertrand Jacquillat, professeur à Science Po, et Bruno Solnik, professeur à HEC, écrivent : *« La théorie financière indique que dans un marché efficient, et il existe de nombreuses preuves que tous les grands marchés financiers du monde s'approchent de cette caractéristique, l'ensemble des informations disponibles sur les valeurs mobilières, le marché, l'économie, etc., sont reflétées très rapidement dans les cours. Aussi, en général, le cours d'un actif est très proche de sa valeur intrinsèque ou « vraie valeur » »*[288].

Les deux phrases font un lien silencieux entre l'accord entre offre et demande à travers un prix commun et sa légitimité morale. La *« vraie »* valeur est la valeur *« intrinsèque »*, définie dans ce manuel comme dans d'autres par l'ontologie de la valeur actionnariale. Les marchés sont dits *« efficients »* parce qu'ils permettent que cette valeur soit atteinte, par un processus où tous les participants ont accès à l'information qui leur permet d'établir le lien entre leur volonté évaluatrice et l'objet de l'évaluation. Pour Smith, le lien entre la volonté et son objet ne donnait lieu à une valeur vraie que si le sujet était libre. La

[287] Pour une discussion sur les évolutions de la théorie économique sur la question de l'importance de l'information dans une allocation juste des biens par le dispositif du marché, cf. Lee, R., 1998, *What is an Exchange ? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford, pp. 215-249.
[288] Jacquillat, B., Solnik, B., 2002, *Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques*, Dunod, Paris, p. 1.

légitimité de l'institution du marché libre ne venait que de sa capacité à rendre ce lien possible. Le marché est crucial pour Smith, car si la valeur intrinsèque est définie par le travail, elle ne devient calculable que dans le rapport d'échange, son évaluation « exacte » étant celle qui se fait en monnaie dans les rapports de marché libres [289].

La citation ci-dessus, en lien avec les méthodes de l'évaluation (reprises dans le même manuel) distribuent les concepts développés par Adam Smith selon les logiques de sa philosophie morale. Un sujet libre (et rendu libre dans les méthodes d'évaluation par l'appel au taux « sans risque ») définit une valeur intrinsèque, « vraie » ou « fondamentale », qu'il confronte à l'évaluation des autres sujets dans un marché libre, où cette valeur est égalisée à la valeur nominale. L'efficience du marché est, pour Smith, essentiellement politique et morale : le marché est libre, et légitime, car il permet au sujet de se réaliser comme libre dans son activité d'évaluation, de trouver la valeur vraie qui est une évaluation à la fois personnelle et sociale de lui-même. Dans le manuel cité plus haut, le marché est « efficient » car il permet une valeur « vraie » pour des investisseurs libres qui mobilisent les principes académiques et professionnels de l'évaluation financière pour calculer les profits monétaires qu'ils peuvent tirer de leurs investissements. La légitimité du dispositif marchand smithien est mobilisée pour légitimer le dispositif marchand et ses méthodes de calcul dans la finance contemporaine, ne serait-ce que de manière rituelle dans l'introduction d'un manuel de gestion.

J'analyserai plus bas comment les concepts des méthodes de calcul et leurs légitimités particulières se retrouvent dans les tâches professionnelles des personnes qui sont censées évaluer des actions. Mais pour mener à bien cette analyse, il faut encore stabiliser son approche, étant donné que les concepts mobilisés entre autres par Adam Smith se retrouvent, de différentes manières, dans de nombreuses approches qui se sont donné pour but de faire une description critique du dispositif marchand proposé par sa philosophie libérale et par ceux qui la mobilisent pour légitimer des pratiques concrètes. L'approche développée ici se dégage, à partir de Michel Foucault, du cadre analytique proposé par Smith, afin d'en décrire l'efficacité pratique.

[289] Ceci n'est vrai que dans une unité de temps et de lieu, comme celle du marché (*ibid.* p. 43). Par ailleurs, Smith note à plusieurs reprises que le taux de profit, de même que les biens considérés comme nécessaires sont définis différemment selon les lieux et les moments. Son analyse est souvent celle d'une « moyenne », d'une « normalité », qui se confondent avec ce qui est « raisonnable » et « naturel » (voir par exemple *ibid.*, pp. 58-59). On pourrait en inférer que ce n'est que le dispositif marchand dans une configuration sociale particulière qui permet de définir une valeur « vraie », mais comme on verra plus bas, cette question ne se posait pas vraiment pour Smith dans l'idée d'un marché parfait.

3) Analyser les pratiques évaluatives : de la liberté du sujet à l'intentionnalité des tâches professionnelles

J'analyserai d'abord les approches de trois auteurs qui, en s'opposant, reconduisent de différentes manières l'enjeu proposé dans le texte d'Adam Smith, selon lequel ce qui se joue dans le dispositif marchand, du point de vue descriptif mais aussi du point de vue de sa légitimité politique et morale, est la liberté du sujet. J'explorerai ensuite comment l'approche foucaldienne de l'intentionnalité des régularités agencées dans des dispositifs permet de comprendre les pratiques évaluatives comme des rapports de forces, dans lesquels le « sujet libre » n'est pas un préalable, mais une figure distribuée et activée dans plusieurs tâches professionnelles.

L'évaluation comme activité dans laquelle un sujet se réalise comme libre

J'analyserai ici des auteurs qui organisent une partie importante des recherches effectuées aujourd'hui sur les rapports marchands : Marx, Simmel et Weber. Il est intéressant de les mettre en rapport par le fait que leurs projets moraux et les ontologies qu'ils mobilisent sont différents, ce qui ne les empêche pas de reconduire la question, déjà posée par Smith, du rapport entre définition de la valeur et liberté du sujet. Ceci met en relief la richesse de l'approche de Foucault pour réintroduire l'approche libérale comme élement du dispositif financier qu'il s'agit de décrire.

Marx reprend la distinction entre les principes d'évaluation de Smith[290], mais considère que le dispositif de marché ne permet pas une équivalence entre les deux dans laquelle se réaliserait la liberté des sujets évaluateurs. Le dispositif qu'analyse Marx est censé être celui qu'il peut observer dans les pratiques qui lui sont quotidiennes, et qui est défendu, avec des arguments proches de ceux de Smith, par les libéraux de l'époque. Selon Marx, la distribution de la propriété des moyens de production fait que la valeur que le sujet pourrait donner à son travail est d'emblée aliénée parce que le produit de son travail ne lui appartient pas. La valeur de marché, sous couvert d'un accord entre une offre et une demande libres, est le résultat de l'exploitation des sujets dans leur activité. Pour Smith, le lien entre un sujet et un objet peut être individuel, parce que le producteur de l'objet en a tiré une valeur de marché

[290] Pour Marx, la *« valeur d'usage »* est définie par le lien intime entre le sujet et l'objet. Elle est aliénée de ce rapport dans la *« valeur d'échange »*, où les valeurs d'usage de différents objets sont comparées selon un standard abstrait qui définirait ce qu'elles ont en commun : le travail social moyen nécessaire à leur production. Cf. Marx, K. 2004 (1872), *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Der Produktionsprozess des Kapitals*, *op. cit.*, pp. 46-61.

qui s'accorde avec sa valeur d'usage. Pour Marx, ce lien est faussé, parce que la valeur d'usage des travailleurs est systématiquement niée par la valeur de marché, dont profitent les propriétaires des moyens de production[291]. L'analyse de Smith et ses dérivés sont perçus par Marx comme un couvert idéologique d'une situation de négation de la liberté du sujet évaluateur, due à une distribution inégale de la propriété des moyens de production. Cette distribution inégale est considérée par Smith comme une donnée de l'analyse, et le mécanisme de marché, allié à la division croissante du travail, doit en réduire les effets inégalitaires, par le jeu de la concurrence[292]. Pour Marx, cette distribution inégale est reproduite par le mécanisme de marché, et c'est en dehors de celui-ci, dans la lutte pour la propriété des moyens de production, que la capacité évaluative des sujets pourra se réaliser en tant qu'activité libre, c'est-à-dire qu'ils pourront concilier leur évaluation des objets et leur rapport au monde en étant reconnus socialement comme existant par le travail[293].

Pour les deux auteurs, la valeur de tout objet et de tout service est due à l'activité humaine qu'elle implique et dont elle est l'effet. Cette valeur est intrinsèque à tout bien et service échangé. L'enjeu, pour Smith et Marx, est de définir le dispositif social qui permette que cette valeur soit reconnue et respectée dans les interactions sociales. Ceci est une condition de la liberté politique, dans une optique proche des enjeux développés par Kant que j'ai explorés en introduction, selon lesquels la liberté politique est celle qui permet la liberté

[291] Le travail, nécessaire à la production de chaque objet dont la valeur d'usage est transformée en valeur d'échange, est lui-même transformé en marchandise. Ceci n'est possible que parce qu'une distribution inégale de la propriété des moyens de production distingue des acheteurs et des vendeurs de travail. Ces derniers, sous couvert d'une liberté contractuelle, sont obligés de vendre leur force de travail, alors que les premiers ont la liberté d'entrer ou non dans le marché. La valeur d'échange est ainsi une aliénation de la valeur d'usage, à travers un dispositif de marché dans lequel le sujet est aliéné de son travail, qui définit son rapport au monde et donc sa propre capacité évaluatrice. Cf. *ibid.*, pp. 148-178. Mais la liberté des « bourgeois » n'est pas sauvée. Ces derniers sont des agents de la « valeur », abstraction monétaire du travail, qui devient le véritable « sujet » (*ibid.*, pp 154-158), une formulation qui résonne dans l'expression de Nietzsche citée au début de cette partie, selon laquelle l'instance qui définit les valeurs se définit aussi comme dominante dans un rapport de forces. On retrouve l'hétéronomie kantienne, déjà décriée par Marx dans les *Manuscrits de 1844*, selon laquelle le moyen devient fin en soi, et le sujet, moyen de cette fin. Le sujet n'est plus la source de la valeur, et le dispositif qui réalise celle-ci capture le sujet comme son objet. Dans les manuscrits, l'argent devient *« l'autre homme »*, la *« force vraiment créatrice »* (cf Marx, K., 1996 (1844), *Manuscrits de 1844*, *op. cit.*, pp. 208-210). Dans *Le Capital*, *« la valeur a acquis la capacité transcendantale d'établir des valeurs, parce qu'elle est valeur »* (*ibid.*, p. 156, ma traduction).

[292] Smith considère que l'état qu'il décrit est bien celui d'une domination des travailleurs par les propriétaires (*ibid.*, pp. 70 et 218). Mais le mécanisme de libre marché devrait justement diminuer cette domination, libérer le travailleur et égaliser toutes les capacités évaluatives en imposant dans tous les échanges le prix « naturel ». (*ibid.*, pp. 65).

[293] Cf. Engels, F., Marx, *Manifeste du parti communiste*, tr. Brière, F., Editions 10/18, Département d'Univers Poche, Paris, 1962. Le capital transformé en *« propriété commune appartenant à tous les membres de la société »* (p. 38), contrairement à la propriété privée, reconnaît le caractère *« social »* du travail (p. 26). En abolissant tout *« profit net conférant un pouvoir sur le travail d'autrui »* (p. 39), la centralisation de *« tous les instruments de production entre les mains de l'Etat »* et sa subséquente dissolution en simple *« pouvoir public »* (et non *« politique »*) (p. 46), vise à faire surgir *« une association où le libre développement de chacun est la condition du libre développement de tous »* (p. 48).

de sujets souverains dans leurs interactions. Dans ce cas, le dispositif de régulation des interactions est crucial pour que se réalise la liberté évaluative des sujets. En même temps, cette liberté est conditionnée par un fondement objectif de la valeur, comprise par Smith et Marx comme le travail, et qui résonne dans la citation du manuel relevée plus haut, dans l'idée d'une « vraie » valeur. Alors que pour Smith, le marché permet l'accord entre une valeur fondamentale et une valeur de marché, pour Marx, cet accord est impossible dans les conditions de la propriété privée des moyens de production. Ce débat mobilise les concepts à travers lesquels se constitue la méthode de calcul de la valeur actionnariale, qui porte donc en elle les arguments de sa propre légitimité, concernant la liberté évaluative d'un investisseur qui se réalise en harmonisant les différentes approches de la valeur.

Pour les deux auteurs, le fondement de la valeur, qui s'impose au sujet lui-même, est matériel : la subsistance du corps du sujet, comprise à travers la notion de *« travail »*. Les guillemets avec lesquels les auteurs du manuel cité plus haut entourent le mot « vraie » qui accompagne le mot « valeur » indiquent néanmoins la fragilité de ce fondement. Cette fragilité peut être comprise comme une difficulté dans le rapport de représentation. Foucault considère qu'il y a une différence profonde entre Smith et Marx dans la manière dont ils conçoivent le lien entre le signifié et le signe. Le premier s'inscrit dans la tradition qui le précède, selon laquelle le signe est nécessairement une parfaite représentation du signifié. Ceci explique que Smith peut assumer, sans la problématiser d'un point de vue ontologique, une adéquation exacte entre valeur *« naturelle »* et valeur *« nominale »*. Par contre, Marx s'inscrit dans une conception du lien entre signifié et signe fondée sur une ontologie de l'homme, que le signe ne ferait que redoubler et aliéner. La stabilité de la description que fait Smith est assurée par l'équivalence entre le travail et son signe. Pour Marx, le travail est le seul socle ontologique de l'analyse, et la possibilité de sa représentation est une source primordiale et infinie de questionnement. Selon lui, le dispositif du marché et de la propriété privée ne sont plus l'entourage naturel de l'évaluation libre du sujet, mais le mécanisme d'aliénation du travail dans la valeur d'échange[294]. La question de la liberté du sujet devient un problème infini.

La différence entre Marx et Smith les oppose à partir d'une même ontologie du travail, dont les enjeux de légitimité se retrouvent dans l'évaluation financière contemporaine. Par rapport à eux, Simmel et Weber se distinguent en rompant avec cette ontologie. Les deux auteurs ne situent pas le fondement de la valeur dans le travail, mais dans un domaine

[294] Cf. Foucault, M., 1966, *Les mots et les choses*, *op. cit.*, pp. 262-275.

transcendental. Ils reconduisent néanmoins la question de la liberté du sujet et s'opposent, comme Smith et Marx, sur la capacité du dispositif marchand à la réaliser. Ils s'inscrivent ainsi dans la même problématisation politique et morale des rapports marchands que leurs prédécesseurs.

Selon Simmel, dans le processus de libération évaluative du sujet, la valeur de l'objet, avec lequel il a un lien primordial, n'est qu'une étape. C'est le processus d'évaluation par l'échange lui-même qui permet au sujet de se transcender dans une mesure de la valeur universelle, comme la monnaie[295]. La capacité de donner un prix dans un échange n'est pas, comme pour Smith, la réalisation de la valeur matérielle du travail dans sa reconnaissance sociale, mais la réalisation de la capacité évaluatrice du sujet qui participe à la constitution d'un universel transcendantal[296]. Se réclamant, contre le matérialisme, de l'idéalisme transcendantal[297], Simmel considère que la valeur première n'est pas le travail, mais l'idéal d'universalité[298]. Le dispositif d'évaluation monétaire, en ce qu'il permet aux sujets évaluateurs de s'approcher de cet idéal, leur permet de se réaliser comme libres. En même temps, ce dispositif constitue, dans chacune de ses formations historiques, la réalisation concrète de la capacité évaluatrice des sujets, dans un mouvement infini dans lequel la liberté avance à travers les transformations des dispositifs d'évaluation[299]. Les abstractions du système financier font elles-mêmes partie de ce processus[300].

Pour Weber, la valeur existe, pour chaque sujet, comme idéal, et sa réalisation dans le monde constitue sa dignité comme sujet libre. Les dispositifs devraient permettre la réalisation de cette valeur, mais ceci n'est jamais vraiment le cas, du fait des logiques

---

[295] *« En se construisant comme une figure abstraite à partir des interactions économiques d'une sphère relativement grande, en permettant de plus, par son caractère purement quantitatif, l'expression mécanique la plus précise de toute exigence spécifique, de toute valeur de la prestation individuelle, de toute tendance personnelle, l'argent accomplit enfin, dans l'économique, cette corrélation sociologique universelle entre extension du groupe et développement de l'individu »*, *ibid.*, p. 439.

[296] Pour Simmel, comme pour Smith et Marx, derrière la marchandise il y a les autres être humains. Par contre, Simmel n'appréhende pas ces derniers comme des sujets qui travaillent, mais comme *« la totalité »*, l'ensemble du *« cercle économique »* dans lequel est reconnue la monnaie, qui est alors une *« assignation sur la société »*. Cf. Simmel, G., 1987 (1907), *Philosophie de l'argent*, *op. cit.*, p. 195.

[297] Le projet de la *Philosophie de l'argent* est présenté ainsi en préface : *« Du point de vue de la méthode, on exprimera comme suit cette intention capitale : il s'agit de construire, sous le matérialisme historique, un étage laissant toute sa valeur explicative au rôle de la vie économique parmi les causes de la culture spirituelle, tout en reconnaissant les formes économiques elles-mêmes comme le résultat de valorisations et de dynamiques plus profondes, de présupposés psychologiques, voire métaphysiques »*, *ibid.*, p. 17. C'est dans ce cadre que Simmel affirme : *« la matière est une* représentation *elle aussi : loin de constituer un être hors de nous au sens absolu, et s'opposant donc à l'âme, elle est au contraire déterminée, en ce qu'elle a de connaissable, par les formes et les conditions de notre organisation spirituelle »*, *ibid.*, p. 540.

[298] *Ibid.*, pp. 576-577.

[299] Pour Simmel, ceci s'inscrit dans la relation dialectique entre le mouvement et la permanence, le relatif et l'absolu, qui avance dans un mouvement infini, cf. *ibid.*, pp. 660-662.

[300] *Ibid.*, pp. 390-394.

différentes des mondes phénoménal et transcendantal[301]. Comme Simmel, il considère qu'il n'y a pas de valeur matérielle fondamentale. Mais contre lui, comme je l'ai analysé en introduction, il affirme que les valeurs transcendantales ne sont pas unifiées ni unifiables. La multiplicité des valeurs, et leur incompatibilité avec les logiques du monde phénoménal, font que les dispositifs sont toujours des lieux de confrontation entre évaluations. Le système de marché peut fonctionner comme un espace d'évaluation commune, autour de certaines valeurs partagées, comme les règles de bonne conduite, d'honnêteté, et la compréhension commune du fait que chacun participe pour réaliser un profit monétaire[302]. Mais ce système ne subsume pas, comme pour Simmel, l'ensemble des valeurs sous la valeur de l'universalité ou de la totalité. Il n'y a donc pas de fondement « vrai » de l'évaluation.

Par ailleurs, Weber est attentif aux arguments de Marx, selon lesquels l'égalité légale de tous les sujets dans le contrat de travail cache une situation de domination de fait, due à une distribution inégale de la propriété des moyens de production[303]. Les propriétaires contrôlent par ce biais aussi le système monétaire et d'accès au crédit, dont les travailleurs, dominés, subissent les effets sans pouvoir les influencer concrètement[304]. Aucun dispositif ne peut permettre à tous les sujets de réaliser leur liberté évaluatrice, mais le système du marché avec une distribution inégale de la propriété des moyens de production permet, néanmoins, à certains groupes de pouvoir espérer réaliser certaines de leurs valeurs aux dépens du reste. Comme pour Simmel, ce ne sont que les dispositifs concrets qui permettent la réalisation d'une valeur sans fondement matériel. Mais en cassant l'idée d'une valeur qui subsume toutes les valeurs et se réalise partiellement dans chacune d'entre elles, Weber attaque l'optimisme idéaliste de Simmel, de même qu'il se distancie de Kant sur la possibilité d'une liberté politique. Weber critique Simmel directement, en remarquant que quand ce dernier affirme la réalisation de la valeur universelle à travers la monnaie dans la confrontation entre différentes évaluations, il confond deux domaines irréconciliables, celui du transcendantal et celui du phénoménal[305].

Simmel et Weber détachent l'analyse de l'évaluation de l'idée qu'il y aurait un fondement matériel qui constituerait une valeur intrinsèque à l'objet, telle qu'on la retrouve

[301] Cf. le chapitre C de l'introduciton de ce texte.
[302] Cf. Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société 2*, tr. Freund, J., et alii, Editions Plon, Paris, pp. 410-416.
[303] Cf. Weber, M., 1990 (1922), *Wirtschaft und Gesellschaft*, *op. cit.*, p. 419. Utilisant le langage kantien, Weber considère que la liberté formelle du contrat *«signifie en vérité naturellement la constitution d'une sorte d'« autonomie » factuelle des classes des* propriétaires en tant que telles *»*. Toutefois, il laisse le mot *« autonomie »* entre guillemets (« *bedeutet natürlich in Wahrheit die Schaffung einer Art von faktischer « Autonomie » der* besitzenden *Klassen* als solcher », ma traduction, italiques dans l'original).
[304] Cf. Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société 1*, *op. cit.*, pp. 144 et ssq.
[305] *Ibid.*, p. 28.

chez Smith et Marx. La valeur n'est que la réalisation, dans les interactions, de valeurs transcendantales des sujets. Pour Simmel, l'évaluation monétaire inscrit chaque sujet dans l'espace transcendantal de l'universalité, et lui permet de se réaliser, au moins partiellement, comme libre. Pour Weber, l'évaluation monétaire ne permet d'espérer que la réalisation partielle de la liberté d'un groupe[306]. Dans les deux cas, le dispositif d'évaluation est compris comme ce qui permet la liberté du sujet évaluateur de voir sa valeur propre reconnue et réalisée socialement. Ils restent compatibles avec l'approche libérale sur ce point, et jettent une lumière différente sur la légitimation de l'évaluation financière citée plus haut. Pour Simmel, la valeur atteinte dans les marchés financiers est « vraie » en ce qu'elle est le produit d'un travail commun d'abstraction des valeurs individuelles dans un standard commun. Pour Weber, elle est potentiellement « vraie » pour les acteurs du marché, qui peuvent espérer y voir réalisées certaines de leurs valeurs. Les deux auteurs reconduisent donc le débat sur la légitimité du marché dans l'organisation sociale au nom de la liberté évaluatrice du sujet. Leurs différentes approches du lien entre valeur transcendantale et interactions phénoménales les situent à des positions opposées dans leur jugement moral du dispositif, un jugement qui est plus explicite chez Simmel que chez Weber.

En début de cette partie, j'ai cité un auteur d'un manuel d'analyse financière qui considérait que l'analyse financière pouvait considérer la valeur strictement du point de vue des prix dans un marché où les participants seraient informés. Il laissait toute autre définition de la valeur aux philosophes. L'information sur les objets échangés, en tout cas dans la finance contemporaine, comporte, comme j'espère l'avoir montré, une philosophie morale très spécifique, qui organise sa légitimation. Les approches de Smith, Marx, Simmel et Weber reconduisent la même question analytique et normative sur les pratiques d'évaluation, concernant le lien entre la liberté du sujet et sa capacité à définir la valeur. En remplaçant la présupposition de la volonté d'un sujet par la description de dispositifs réguliers observables, Foucault permet d'analyser cette question morale comme un élément concret des pratiques évaluatives.

L'évaluation comme effet de pratiques régulières organisées en tâches professionnelles avec des intentionnalités

[306] Cette liberté n'est que potentielle, si on la lit à la lumière de l'analyse de l'activité en vue d'obtenir des profits faite par Weber dans *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme* (*op.cit.*). Cette activité, orientée d'abord à la réalisation de valeurs religieuses, se serait autonomisée et vidée de son sens. L'évaluation monétaire reste marquée du sceau tragique qui définit toute tentative de réaliser des valeurs selon Weber, comme je l'ai analysé en introduction. L'*« « autonomie » »* n'est que *« factuelle »*, et ne concerne pas le sujet transcendantal, l'instance d'évaluation.

Pour les quatre auteurs analysés plus haut, l'évaluation est un enjeu de liberté parce qu'elle a lieu dans la conscience d'un sujet avec un corps, une « personne ». Les dispositifs marchands équiperaient la personne de manières diverses, avec de l'information, des droits, des devoirs, des outils (conceptuels ou techniques) comme la monnaie, de manière à la rendre plus ou moins libre. D'un point de vue analytique, il est considéré qu'il y a, dans le dispositif, une place plus ou moins importante, libératrice ou aliénante, pour la « personne » comme instance d'évaluation souveraine. Dans l'imputation de l'action d'évaluer, la cause dernière est une volonté dans un corps.

Les dispositifs d'évaluation observés dans mes terrains ne me semblent pas correspondre à cette description. L'évaluation n'est jamais le fait d'une personne isolée, qui calculerait la valeur d'un objet avec lequel elle aurait un rapport souverain. Comme je l'ai décrit plus haut, les méthodes de calcul de la valeur actionnariale donnent un rôle crucial à un « investisseur » théorique à partir duquel sont définies les visées de l'évaluation. Le questionnement foucaldien des rapports de force nous permet de poser la question du sujet de l'évaluation autrement. Plutôt que de voir qui, comme personne observable, est un évaluateur qui éventuellement se réalise comme libre en définissant les valeurs des actions, nous verrons qu'il est plus fructueux de demander comment la figure de cette « personnalité évaluatrice » organise les pratiques quotidiennes d'évaluation. Cette figure n'est en effet pas logée dans une personne, érigée en sujet libre, comme la figure du roi ou du président de la république, mais est distribuée dans différentes pratiques régulières effectuées dans des interactions dans une organisation sociale[307]. Les acteurs peuvent, de manière variable, établir des liens

[307] Certains chercheurs ont développé une compréhension des « marchés » comme organisations où se joue la définition de ce qui est échangé, sa nature et sa valeur. Charles W. Smith, par exemple, considère que dans les marchés financiers ce rôle peut être plus important que celui d'allocation d'actifs par les échanges (cf. Smith, C. S., 2007, « Markets as Definitional Practices », *The Canadian Journal of Sociology*, Vol. 32, n°1, Winter). Herbert Kalthoff considère que l'aspect définitionnel du calcul de risque par les banques constitue plus les rapports d'échange qu'il n'est constitué par eux (cf. Kalthoff, H., 2005, « Practices of Calculation. Economic Representation and Risk Management » *Theory, Culture & Society* Vol. 22, April, pp. 69-97). Michel Callon considère les marchés comme *« dispositifs collectifs de calcul »*, distribués en plusieurs agences calculatrices, dont les rapports de pouvoir se mesurent à l'extension de ce qu'elles peuvent calculer. La description de ces rapports devrait permettre, selon lui, d'étendre les possibilités de calcul à tous les participants à l'échange, et d'atteindre des compromis et des ajustements plus démocratiques (cf. Callon, M., Meadel, C., Rabeharisoa, V., 2000, « L'économie des qualités », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 211-239 ; Callon, M., Muniesa, F., 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, n° 122, pp. 189-233 et Eymard-Duvernay, F., 2002, « Les qualifications des biens », *Sociologie du Travail*, n° 44, pp. 267-272). Frank Cochoy a mis en relief le rôle des personnes travaillant dans le marketing dans ces définitions de la nature et de la valeur des biens échangés (cf. Cochoy, F., 1998, « Another discipline for the market economy: marketing as a performative knowledge and know-how for capitalism », *art. cit.*; Cochoy, F., Dubuisson-Quellier, S., 2000, « Introduction. Les professionnels du marché : vers une sociologie du travail marchand », *Sociologie du Travail*, Vol. 42, n°3, pp. 359-368 ; Barrey, S., Cochoy, F., Dubuisson-Quellier, S., « Designer, packager et merchandiser : trois professionnels pour une même scène marchande », *Sociologie du Travail*, Vol. 42, n° 3, pp. 457-482 et Cochoy, F., 2002, *Une sociologie du packaging ou l'âne de Buridan face au marché*, Presses

d'identification avec cette figure, généralement fragmentaires. Mais l'intentionnalité de la « personnalité évaluatrice » est organisée dans les définitions explicites des tâches professionnelles des personnes observées. Analyser le quotidien de l'évaluation n'est donc pas, dans ce cas, observer les évaluations de personnes qui s'y réalisent comme sujets libres, mais observer des personnes qui mettent en pratique des tâches professionnelles organisées par la figure de la « personnalité évaluatrice » et les différentes approches de l'évaluation qui constituent l'ontologie de la valeur actionnariale.

Les concepts qui portent en eux une possible légitimation des pratiques évaluatives, en les inscrivant dans des projets normatifs moraux et politiques, sont distribués dans des dispositifs d'évaluation où il n'y a pas de place concrète pour un des éléments centraux de cette légitimité : le sujet évaluateur libre. Cette situation rappelle les institutions décrites par Foucault, comme la prison ou la clinique psychiatrique. Les procédures dans ces institutions sont organisées par des discours moraux qui les légitiment, même si les effets des pratiques ne correspondent pas avec eux. Analyser la manière dont les concepts des philosophies libérales se retrouvent dans les pratiques d'évaluation selon l'ontologie de la valeur actionnariale permet de voir comment ces pratiques portent en elles la possibilité de leur légitimation, sans chercher à corroborer ou infirmer cette légitimité en en reprenant les éléments dans ma propre méthodologie. Les chapitres qui suivent s'attacheront à décrire le quotidien de personnes qui mettent en pratique l'évaluation financière décrite plus haut dans le cadre de leurs tâches professionnelles.

Universitaires de France, Paris, 225 p.). L'idée que le dispositif de calcul est constitutif des préférences des acteurs met en cause l'optimisme libéral sur les rapports marchands, mais s'inscrit dans son épistémologie en considérant que ce qui est en jeu dans le rapport marchand est, entre autres, la liberté d'évaluation du sujet politique (cf. Elster, J., 1999, « Sour grapes – utilitarianism and the genesis of wants », in Sen, A., Williams, B. (eds.), *Utilitarianism and beyond*, Cambridge University Press and Foundation Books, New Dehli, pp. 219-238).

D) La constitution de personnalités évaluatrices dans une interprétation dialogique

La raison commerciale de Brokers Inc. était de vendre de l'information financière à des « investisseurs institutionnels ». Comme je l'ai décrit plus haut, l'information financière est composée de multiples éléments, constitutifs les uns des autres, avec des principes potentiellement en conflit, et conjuguant des « données publiques », des calculs standardisés et des interprétations personnelles. La distinction des tâches professionnelles au sein de Brokers Inc. répartissait des rapports différents à ces éléments et à leurs interrelations. Au sein de la hiérarchie officielle qui distinguait ces tâches, les « vendeurs » d'information occupaient la place la plus légitime. Pour comprendre l'organisation des rapports au sein de Brokers Inc., et par là les manières d'évaluer qu'ils rendaient effectives, je vais donc commencer par analyser la manière dont les « vendeurs » mobilisaient les concepts et les calculs de l'évaluation des actions que j'ai décrits dans le chapitre précédent. Ceci me permettra dans les chapitres suivants de situer les autres employés de l'entreprise et leurs clients dans les hiérarchies officielles qui les distinguaient, en voyant comment ils s'y positionnaient par rapport à leur relation avec les méthodes d'évaluation.

Les vendeurs étaient chargés d'établir et de maintenir un rapport personnalisé avec des gérants de fonds d'investissement, employés des clients de Brokers Inc. Ce rapport était organisé et organisait à son tour ce que j'ai décrit comme une tension pratique de l'évaluation fondamentale, c'est-à-dire le fait que si les méthodes de représentation sont construites comme un reflet fidèle des concepts qui définissent l'ontologie de la valeur actionnariale, leur utilisation concrète implique toujours une interprétation des comptes passés de l'entreprise, de sa stratégie présente et de son horizon pratique. Tous les acteurs qui devaient prendre position par rapport à l'évaluation fondamentale, c'est-à-dire les analystes, les vendeurs et les gérants de fonds, travaillent cette tension. Le rapport entre vendeurs et gérants de fonds était censé aider ces derniers à mieux la stabiliser. Ceci impliquait une interprétation dialogique entre le gérant de fonds et le vendeur, en mobilisant les données « publiques », les concepts de l'évaluation et les interprétations possibles. Le choix des données, les rapports aux différents concepts et les arguments interprétatifs distinguaient chaque gérant et chaque vendeur. La stabilité de leurs rapports était censée se baser sur ce que tous les acteurs que j'ai observés, à

Paris et New York, appelaient un « *fit* », selon le mot anglais qu'on peut traduire par « compatibilité », dans leurs manières d'évaluer des actions de manière « personnelle ».

Les procédures de mise en rapport des vendeurs et des gérants étaient censées permettre la rencontre de « personnalités évaluatrices » dans un dialogue interprétatif sur la valeur. Les temporalités de l'organisation étaient multiples. Elles concernaient les horizons temporels des concepts de l'évaluation (durée de l'investissement et de l'activité de l'entreprise) et ceux du rapport commercial, depuis la première prise de contact, en passant par les régularités des échanges, quotidiens, hebdomadaires voire mensuels, jusqu'au fait que les personnes pouvaient perpétuer ces rapports sur plusieurs années en effectuant les mêmes tâches professionnelles tout en changeant d'employeurs.

Les gérants choisissaient dans le temps un nombre limité de vendeurs d'analyse financière afin de diversifier leurs sources d'information. Dans ces relations, les gérants avaient une position dominante explicite dans un rapport de forces commercial, selon lequel les vendeurs offraient de l'analyse financière à des gérants qui avaient le choix parmi un grand nombre de prétendants. Ce rapport de forces organisait une tension dans la tâche professionnelle des vendeurs, à la fois par rapport à leurs clients et par rapport à leur direction (1). Marquée par ce rapport, la relation entre vendeur et gérant s'organisait autour du partage personnel de « manières de réfléchir » l'évaluation financière. Ce partage suivait des procédures de mise en rapport, dont les règles, souvent non écrites mais explicites, étaient très stables. Ces procédures avaient trois horizons temporels. Le premier concernait les premiers mois ou première année de relation, dans laquelle le gérant mettait à l'épreuve la qualité de l'analyse financière proposée par le vendeur (2). Pouvait s'ensuivre une régularité des rapports pendant des années, pendant lesquelles vendeurs et gérants stabilisaient des « styles » personnels d'évaluation. Les éléments constitutifs de l'ontologie de la valeur actionnariale à partir du point de vue d'un investisseur théorique étaient élaborés, développés, modifiés et stabilisés dans un dialogue interprétatif, où chaque acteur se construisait comme ayant une approche originale, « personnelle » de l'évaluation. Les tâches des vendeurs et des gérants, en tant qu'employés d'entreprises, impliquaient que les acteurs développent le rôle de « personnalité évaluatrice » dans une relation dialogique dans laquelle l'évaluation se situait entre deux possibles : la « réflexion » et la « vente » (3). Ces rapports avaient finalement un horizon de long terme. Ils pouvaient durer plus de dix ans, pendant lesquels les acteurs accomplissaient les mêmes tâches professionnelles tout en changeant d'employeur (4).

1) Position de force du gérant et diversification de ses sources d'évaluation

Les gérants que j'ai interviewés, employés d'entreprises de gestion de tailles différentes, étaient toujours intégrés dans des équipes avec quelques analystes financiers. Ils expliquaient en partie leur besoin d'utiliser les analyses de *brokers* parce que leurs propres analystes ne pouvaient pas couvrir toutes les valeurs dans lesquelles ils investissaient. Les vendeurs, en connaissant le portefeuille d'actions dans lesquelles investissait le gérant et sa stratégie d'investissement, pouvaient être utiles comme *« filtres »*, en relayant de l'information publique, accessible, et appropriée aux *« besoins »* du gérant, que ce dernier n'avait pas le temps de sélectionner parmi le trop grand nombre de données disponibles. Les vendeurs étaient aussi intéressants comme *« commères du village »*, selon l'expression de Cécile, vendeuse senior à Brokers Inc., car le fait que plusieurs vendeurs répètent la même donnée ou interprétation devait permettre aux gérants de *« sentir le marché »*, c'est-à-dire de connaître les rumeurs dominantes à un moment donné.

Les vendeurs organisaient par ailleurs des rencontres personnelles entre les gérants de fonds et les analystes financiers *sell side*, soit à la demande du gérant, soit de leur propre initiative, par exemple lorsqu'ils préparaient la venue d'analystes de Paris à New York. Ce genre d'organisation concernait souvent la venue de dirigeants d'entreprises cotées dans lesquelles les gérants avaient investi. Les vendeurs s'occupaient des aspects logistiques de ces rencontres, et essayaient aussi d'orienter le contenu de l'échange entre le dirigeant de l'entreprise et le gérant de fonds. Pour ce dernier, ces rencontres étaient l'occasion rare de discuter avec la direction de l'entreprise cotée sur sa stratégie future.

Mais l'apport le plus légitime, exprimé par les vendeurs et les gérants en entretien ou pendant les interactions quotidiennes, était l'élaboration d'une *« réflexion »* à partir d'un dialogue dans lequel les partenaires commerciaux exploraient des interprétations quant à la valeur des actions selon l'ontologie de la valeur actionnariale. La plupart des données mobilisées par les vendeurs, les analystes et les gérants de fonds étaient communes à tous les acteurs. Il s'agissait des données publiques, comme les comptes des entreprises, les déclarations de leurs dirigeants, les nouvelles publiées dans la presse spécialisée ou grand public et les prévisions économiques générales produites par des sources plus ou moins légitimes (ministères de finances, départements universitaires d'économie, etc.). Les vendeurs devaient développer une approche originale et personnelle, qui apportât une *« valeur ajoutée »* au gérant, un supplément par rapport à l'information et aux interprétations disponibles. Dans ce dessein, les analyses des vendeurs concernaient différentes temporalités de l'investissement, depuis les informations de dernière minute sur des mouvements

spéculatifs, aux analyses de fond pour un investissement à long terme. Les gérants expliquaient qu'en faisant appel à des vendeurs employés par différentes entreprises, ils avaient accès à une pluralité de points de vue qui leur permettait de mieux se faire une idée propre de la valeur théorique de chaque entreprise. Les contenus de ces points de vue étaient censés varier d'un vendeur à un autre, du point de vue des données mobilisées et de leur interprétation.

Les rencontres directes entre vendeurs et gérants dépassaient rarement les quelques minutes passées au téléphone, parfois quelques fois par semaine, parfois quelques fois par mois. Dans la journée de près de dix heures de travail du gérant, les contacts de vive voix avec les vendeurs dépassaient rarement une heure en tout. Le reste du temps était passé à lire des documents d'analyse financière et à s'occuper des achats et ventes d'actions, entre autres tâches. A Brokers Inc., les vendeurs arrivaient souvent au bureau entre six et sept heures du matin. Pendant une heure ou deux, ils lisaient la recherche publiée par les analystes, les nouvelles de différentes sources, et commençaient ensuite à contacter leurs clients réguliers ou potentiels. Ils passaient ensuite entre une et trois heures à envoyer des messages électroniques ou vocaux, souvent très courts, dans une atmosphère frénétique. Ils recevaient parfois quelques appels téléphoniques auxquels ils répondaient rapidement. Les contacts duraient rarement plus de quelques minutes. Les vendeurs répétaient parfois les mêmes informations plusieurs fois, en changeant certains aspects selon les cas. A partir de midi, les contacts avec les clients se faisaient rares. Les vendeurs faisaient une sortie rapide pour acheter un déjeuner qu'ils mangeaient au bureau, devant leur poste ou à la table au milieu de la grande salle, afin d'être disponibles en cas d'appel téléphonique. Ils passaient le reste de la journée à lire de l'analyse financière, discuter entre eux de certaines nouvelles, et rester en veille pour les quelques appels téléphoniques de gérants reçus dans l'après-midi, qui pouvaient donner lieu à des conversations un peu plus longues. Les relations de vive voix entre gérants et vendeurs étaient intenses et courtes, marquées par le *« manque de temps »* et le besoin d'être concis dans les propos. Le reste du temps était souvent consacré à préparer ces quelques minutes d'échange pour lesquels les gérants pouvaient payer des commissions substantielles.

Le choix de la mise en place d'une relation commerciale dépendait de la décision personnelle du gérant, le vendeur étant toujours prêt *« à le servir »*. Les vendeurs de Brokers Inc. qui n'avaient pas de clientèle établie étaient, comme les vendeurs des autres *brokers*, à l'affût de gérants qui veuillent payer leurs services. Dans l'atmosphère de blagues à caractère sexuel et parfois sexiste qui régnait parmi les vendeurs et les *traders* à Brokers Inc. et que j'ai

évoquée plus haut, certains employés m'expliquaient qu'ils étaient *« comme des putes »*, ne pouvant refuser aucun client, *« même le plus chiant ou le plus con »*. Cette image féminine, humiliante et absolument soumise de la prostitution était censée décrire de manière claire et simple le rapport de pouvoir entre gérant et vendeur quant à la stabilité de leur relation commerciale. Les montants et les cadences de paiement des commissions versées par les gérants n'étaient régis par aucune règle écrite ou orale. Un gérant pouvait payer 50 000 dollars de commission par an à un vendeur et 500 000 à un autre, en fonction de son appréciation personnelle. Les gérants décidaient seuls de la cadence des paiements, qui pouvaient être réguliers pendant l'année, ou se faire en quelques fois. Ils pouvaient arrêter la relation commerciale à tout moment, sans être obligés de justifier leur décision, ce qui arrivait rarement après la première année de relation commerciale, mais demeurait un facteur important dans le rapport. Plus souvent, lorsque le gérant voulait signifier son mécontentement au vendeur, il pouvait tout simplement ne pas le prendre au téléphone ou ne pas lui verser de commissions pendant des mois. Les vendeurs qualifiaient souvent le rapport de *« stressant »*. Ils communiquaient parfois quotidiennement avec les gérants, qui les payaient selon une appréciation et une temporalité personnelles, qui ne se traduisaient par un bonus qu'à la fin de l'année. Leur tâche professionnelle impliquait qu'ils soient à l'affût des « besoins » de leurs *clients* afin d'être rémunérés par leur *employeur*. Cette double tension était fondamentale, comme on le verra plus bas, dans la distribution des positions à Brokers Inc., notamment en ce qui concernait le rapport à l'évaluation financière.

Ce rapport de forces se prolongeait tout au long de la relation, qui pouvait durer de nombreuses années. Pendant la durée de ce rapport, les gérants et les vendeurs construisaient une relation personnelle justifiée par leur *« bonne entente »* dans la manière d'évaluer des actions. Les multiples données, analyses, informations rapides ou réflexions poussées constituaient un *« langage commun »* qui, tout en demeurant marqué par le rapport de force, permettait, selon les vendeurs et les gérants, d'*« apprendre »* ensemble, c'est-à-dire de développer des manières sophistiquées et personnelles d'évaluer des actions. Cette *« bonne entente »* concernait tous les aspects de l'information financière. Elle organisait une forte variabilité dans la définition de la *« qualité »*, bonne ou mauvaise, de l'analyse fournie par le vendeur. Ce qui pour un gérant pouvait être de l'information banale pouvait être une trouvaille pour un autre : le vendeur qui répétait la même information publique à deux vendeurs différents pouvait être considéré comme un *« perroquet »* par l'un et comme un *« filtre efficace* » par un autre. Une analyse *« bête »* pour l'un était *« intelligente »* pour un autre. Les procédures de mise en rapport entre le vendeur et le gérant étaient organisées de

manière explicite dans le but de créer un *« fit »* entre les deux concernant la *« qualité »* de l'analyse proposée par le vendeur. Dans la durée, les vendeurs cherchaient à développer plusieurs approches, à partir de leurs possibilités personnelles d'évaluation, afin de traiter avec le plus grand nombre de clients possible. On peut distinguer, comme le faisaient les acteurs, trois horizons temporels dans ce rapport, qui correspondent à des moments différents dans la trajectoire personnelle des acteurs : la prise de contact, la régularité des échanges et la construction d'une relation de long terme.

2) L'établissement de la relation commerciale à partir de la qualité de l'analyse personnelle du vendeur

Le choix du gérant d'établir une relation commerciale avec un vendeur se faisait après une période de prise de contact, dans laquelle la qualité de l'analyse financière personnelle du vendeur était mise à l'épreuve. La description de cette période par les vendeurs de Brokers Inc. ayant des clients basés aux Etats-Unis correspondait à celle qu'en faisaient les gérants basés en France, ce qui laisse supposer une forte régularité dans la profession de la procédure que je pouvais observer dans mon enquête de terrain. De manière générale, le vendeur prend contact avec le gérant en lui envoyant des messages électroniques de quelques lignes et lui laissant des messages de quelques dizaines de secondes dans sa boîte vocale. Ces messages contiennent des idées d'investissement, des nouvelles et des interprétations concernant des entreprises particulières. Ceci peut durer des mois sans que le gérant réponde. Cette régularité répond à des règles explicites, mais non écrites, sur la manière dont le vendeur démontre ses capacités réflexives.

La prise de contact entre un vendeur et un gérant se fait souvent en début de carrière des deux professionnels, ou lorsqu'ils changent de domaine de spécialité. Elle correspond souvent à un moment où les professionnels sont encore dans une situation où ils considèrent qu'ils ont à apprendre les règles de la profession, et construisent des argumentaires justifiant leur rapport à l'évaluation financière. Pendant cette période, les gérants cherchent à stabiliser leurs sources d'information. C'est aussi le moment où la position professionnelle des vendeurs est le plus fragile, puisque s'ils ne réussissent pas à générer un montant de commissions considérable leur première année, ils risquent tout simplement de perdre leur emploi, une situation que le gérant de Brokers Inc. décrivait ainsi : « *c'est un investissement : généralement ce qui se passe est que le vendeur senior cotise pour le vendeur junior. C'est-à-dire que le mec va pas être capable de payer sa propre bouffe, donc le vendeur senior cotise*

pour lui. C'est-à-dire qu'on va payer de notre poche le salaire du nouveau venu, en espérant qu'on aura fait un bon calcul. [Le temps dont on a besoin pour le vérifier] *est extrêmement variable ».* Le vendeur doit trouver de nombreux clients qui paient de manière consistante, tout en développant une analyse financière censée être de « bonne qualité », qui peut être refusée ou mise à l'épreuve de manière plus ou moins violente par des gérants qui ont le dernier mot. L'insistance du vendeur auprès des gérants correspond à son besoin d'assurer un flux de commissions consistant dans un laps de temps jugé acceptable par ses supérieurs. La tension est plus vive au début de la relation, lorsque le vendeur doit faire des preuves et que son futur professionnel est en question.

A Brokers Inc., le contenu de l'échange pendant la période de prise de contact entre vendeur et gérant donnait lieu à des avis différents, qui correspondaient à des rapports différents aux règles qui justifient l'évaluation fondamentale. Si le jeune vendeur Jacques, qui commençait dans la profession, insistait sur l'aspect commercial de la prise de contact, Jeremy insistait sur son côté essentiellement intellectuel. La distinction entre « vente » et « réflexion » se retrouve, comme on le verra, tout au long de la relation professionnelle entre vendeur et gérant.

La prise de contact comme rencontre entre offre et demande

Jacques, après des études dans une école de commerce bien cotée en France a fait quelques stages dans des entreprises liées aux télécommunications et au conseil de gestion d'entreprise. Il a travaillé quelques mois comme analyste de petites capitalisations à Brokers SA avant d'intégrer Brokers Inc., à 26 ans, ce pour quoi il a passé l'examen d'habilitation *Series 7*. Quand j'ai commencé mon stage, il avait 27 ans et un an et demi d'expérience comme vendeur. Il cherchait encore à constituer un groupe stable de clients et de commissions. La recherche de clients, nommés à ce stade par la plupart des acteurs par le mot anglais *« prospects*[308] *»*, constituait une partie importante de son temps au quotidien. Il l'analysait comme une question d'offre et de demande et s'inscrivait ouvertement dans une stratégie commerciale, de « vente » :

« Moi : quelles sont les démarches pour créer un compte, accrocher un nouveau client ?

Jacques : on a plein de bouquins, tout le monde connaît tout le monde, c'est un petit monde hein ? Tu prends un fonds X aux Etats-Unis, il a à peu près 85% de ses assets[309] *en*

[308] On peut traduire littéralement cette expression par *« client potentiel »*.
[309] *« Actifs »*.

domestique et 15 à l'international. On parle quasiment à tout le monde déjà, et ceux à qui on parle pas, on a jamais réussi, on les connaît, mais on n'a pas consacré le temps nécessaire pour ouvrir le compte, les vendeurs à un moment ils étaient tous senior donc ils se cassaient pas le cou sur les petits comptes. On connaît tout le monde, c'est un univers restreint. Donc à l'aide des bouquins que j'ai, qui recensent qui sont les investisseurs, machin, à l'aide de Bloomberg[310]*, à l'aide des connections d'André, de Juliette*[311]*, de leur connaissance des comptes, c'était pas dur de déterminer les* prospects*. J'ai fait des listes, je les ai souvent soumises à André, il m'a dit celui-là laisse tomber c'est un connard, il travaille, euh, il est maqué jusqu'aux dents avec la Compagnie*[312]*, on a essayé trente mille fois on s'est cassé les dents, c'est rare qu'il me dise ça, mais c'est arrivé peut être une fois, deux… Et après j'ai essayé, donc j'appelle, très modestement :* « I am Jacques from Brokers Inc., you know… do you know us ? »[313] *euh… ben non, je suis plus agressif, c'est genre euh… :* « Can I pass by your office for ten minutes, I show you what we do, bla bla bla, if you like me, we move forward, if you don't like me, I will never bother you again »[314], *un truc comme ça, moi je suis pas très systématique, j'ai pas de méthode, donc souvent j'ai envoyé des Bloomberg à des gens, je leur ai dit « voilà je suis Jacques », je leur ai donné quelques idées et… : « si t'aimes bien ce que je te raconte, on avancera dans la relation ». Souvent les clients sont demandeurs aussi, parce que moi j'ai souvent essayé les petits comptes, et les petits comptes ne sont pas beaucoup brokés*[315]*, donc ils manquent, presque, de l'information sur la France, ils sont sous-brokés, donc c'est aussi pour ça que j'ai ouvert beaucoup de comptes, parce que je ne me suis pas attaqué à des monstres. D'abord les monstres sont ouverts*[316]*, et les monstres qui ne sont pas ouverts ils ne sont pas ouverts pour quelle raison : c'est là la limite, tu vois, c'est là la limite du jeu, ils sont sur-brokés sur la France par des mecs qui sont arrivés avant moi.* […]

Moi : et donc tu les appelles, s'ils te répondent avec un e-mail…

---

[310] Avec Reuters, Bloomberg est une des principales entreprises de production d'information financière dans le monde entier. Elle propose différents services, auxquels les professionnels accèdent à travers des écrans et un réseau spécifiques fournis par l'entreprise. Elle permet non seulement d'accéder à de l'information, mais aussi d'en produire, en envoyant des messages (dans ce cas, les personnes ne disent pas *« envoyer un e-mail »*, mais *« envoyer un Bloomberg »*). Tous les participants sont reconnaissables et ont généralement un lien professionnel avec la finance.

[311] André était le directeur et le vendeur le plus important en termes de volume de commissions de Brokers Inc.. Juliette était se situait juste derrière en termes de commissions et était, comme lui, *partner*, cf. supra, ch. A de cette partie.

[312] Grande banque française offrant des services proches de ceux de Brokers Inc.

[313] *« je suis Jacques de Brokers Inc., vous savez… est-ce que vous nous connaissez ? »*.

[314] *« Est-ce que je peux passer par votre bureau dix minutes, je vous montre ce que nous faisons, bla bla bla, si je vous plaît on continue, si non je ne vous dérangerai plus »*.

[315] « Couverts par un *brokers* ». La transformation de mots professionnels spécifiques de l'anglais au français était courante à Brokers Inc., et auprès des professionnels avec qui j'ai interagi à Paris.

[316] C'est-à-dire que leur compte est déjà ouvert à Brokers Inc. et qu'ils sont déjà « couverts » par un autre vendeur.

Jacques : oh ils répondent très rarement les mecs… […] *Après t'attends, tu sais ce que le mec a dans le portefeuille, tu le couvres bien sur les stocks qu'il détient, et t'attends qu'il te passe un ordre quoi !*

Moi : et tu sens combien de temps il faut que t'attendes ? Il y a des mecs dont tu dis « non, je laisse tomber », après trois mois…

Jacques : non, ça m'est arrivé une fois seulement, je ne laisse tomber rien […] *je peux m'accrocher des mois et des mois, de toutes façons j'ai que ça à foutre, donc c'est pas la peine de* give up[317]*, tu* gives up *seulement dans un* worse case scenario[318] *quoi… »*

Tous les revenus du vendeur et sa pérennité à son poste de travail dépendent des revenus qu'il procure à son employeur sous la forme de commissions versées par ses clients. La période de prise de contact peut durer plusieurs mois, pendant lesquels le vendeur n'a *« que ça à foutre »*. Dans les cas où le gérant accepte d'établir un rapport, il peut se passer un à deux ans avant que les flux de commissions soient conséquents et stables pour le vendeur. Jacques se levait tous les matins vers 5h30, et arrivait au bureau de Brokers Inc. vers 6h30. Il lisait longuement la presse spécialisée, les messages électroniques que les analystes de Brokers SA avaient envoyé à tous les vendeurs, avec les derniers documents d'analyse financière produits, des nouvelles sur des sociétés, des secteurs, des aires géographiques, des annonces de politique économique. Il passait ensuite deux à trois heures à envoyer des messages électroniques et laisser des messages sur des répondeurs. Très rarement, il discutait quelques minutes au téléphone avec quelqu'un. Il restait ensuite généralement jusqu'à 19h au bureau, en attendant de possibles appels téléphoniques, en commentant la journée avec ses collègues et en lisant des informations diverses, qui pouvaient aller de documents produits par des analystes financiers à des journaux ou des magazines grand public, en passant par des révisions occasionnelles et rapides de manuels de comptabilité. Les deux vendeuses senior assises à côté de lui, Juliette et Cécile, ne faisaient plus de *«* prospects *»*. Elles passaient plus de temps à lire des analyses, des nouvelles sur Internet, et laissaient des messages plus détaillés à leurs clients déjà réguliers. Contrairement à Jacques, la journée de Juliette commençait vers 7h30 et se terminait vers 17h.

Jacques décrivait la recherche de nouveaux clients essentiellement comme une question organisationnelle, dans laquelle il devait situer sa « vente » d'information financière. Son succès dépendait, selon lui, d'une offre et d'une demande d'analyse financière, où les *« gros »* comptes étaient déjà couverts et sa place l'obligeait à chercher de nouveaux comptes,

[317] *« Laisser tomber ».*
[318] *« Le pire des cas ».*

généralement tenus par des jeunes comme lui. Il ne mettait pas en avant son apport de réflexion personnelle, ce qui peut être lié à son peu d'expérience dans le métier, et à un rapport avec l'analyse financière plus distant que celui d'autres vendeurs. Cette distance était, comme on le verra, un rapport à la légitimité de la tâche professionnelle elle-même.

La prise de contact comme rencontre entre manières d'évaluer

Un autre vendeur, Jeremy, de 35 ans, mobilisait par contre une argumentation plus proche de ce qui était censé faire la légitimité de son poste : la « qualité » de l'analyse financière. Il avait travaillé comme vendeur dans d'autres institutions en Europe, en offrant des services d'analyse financière et de conseil de placement pour des grandes fortunes, et avait passé le niveau III du CFA. Contacté par un chasseur de têtes, alors que les attentats du 11 septembre 2001 avaient réduit les volumes d'opérations des fortunes privées, il décida de quitter la Hollande où il avait grandi et de revenir à New York où il avait eu, dans les années 90, quelques années d'expérience professionnelle dans la finance. Au moment de notre entretien, en août 2002, il était à Brokers Inc. depuis deux mois et devait constituer sa clientèle. Tout en insistant comme Jacques sur l'aspect organisationnel de la prise de contact, il définissait l'enjeu de sa tâche professionnelle en termes de ses capacités interprétatives dans un rapport dialogique avec le gérant[319] :

« Moi : Maintenant que tu commences à Brokers Inc., une bonne partie de ton temps consiste à t'occuper des prospects *n'est-ce pas ?*

Jeremy : Exactement […] *et c'est des gens intelligents, ça ne les intéresse pas que tu leur racontes des trucs génériques, c'est un travail en cours* […] *tu trouves de l'information sur leur compte, tu les contactes* […] *et tu essaies, bon, c'est ma façon de faire, tu essaies d'attraper leur attention avec quelque chose qui vaut vraiment le coup sur ce qu'ils ont ou sur ce qu'ils n'ont pas, et ensuite tu vois s'ils réagissent.* […] *J'ai déjà fait ça dans le secteur privé, il y a un certain temps, et quand tu contactes des investisseurs institutionnels, c'est un peu plus facile. Avec les investisseurs privés, en gros tu appelles des gens chez eux, et tu essaies de leur vendre des actions, c'est très dur* […] *Tu dois les dominer avec ton savoir, c'est généralement des investisseurs qui ne sont pas sophistiqués, dans le sens où ils n'ont pas été éduqués, ce n'est pas leur travail, donc leur savoir est limité dans la plupart des cas. Mais ici tu as affaire à des investisseurs sophistiqués, qui sont bien équipés pour étudier les marchés et étudier les actions, donc d'un côté tu as une voix plus cohérente à l'autre bout du*

[319] Je traduis ici des extraits d'un entretien qui a eu lieu en anglais.

fil, mais d'un autre côté tu as un prospect *plus sophistiqué, donc tu dois vraiment savoir de quoi tu parles. Donc tu vois, tu appelles quelqu'un et tu dis : « écoutez, je n'ai pas pu m'empêcher de voir que vous avez ces actions, que vous êtes intéressé par ceci et cela, et je viens de voir ceci et cela, bla bla bla ». Donc quand j'appelle, j'essaie d'avoir une histoire prête, donc quand le mec te dit « bon, tu sais, j'ai vraiment très peu de temps, tu essaies de m'embobiner, tu me fais perdre mon temps », tu te lances immédiatement dans une histoire intéressante, qui attire son attention, et tu ajoutes vraiment de la valeur. Je ne pense vraiment pas que ça serve à quelque chose d'appeler simplement et de dire « écoutez, je travaille à Brokers Inc. et je voudrais vraiment vous servir », sauf si tu ne sais pas ce qu'ils ont, et c'est vraiment ce qui est difficile.* […] *Cette industrie est vraiment sur-brokée, c'est un de ses aspects les plus significatifs, donc c'est souvent très difficile d'exciter les gens, parce que probablement ils ont déjà entendu l'histoire plein de fois ».*

Jeremy remarquait l'aspect organisationnel de la prise de contact, où il s'agissait d'offrir un service à quelqu'un qui pouvait le trouver ailleurs, et le mettant en position de concurrence. Mais contrairement à Jacques, qui considérait que sa chance se jouait essentiellement en trouvant, dans cette organisation en termes de *« marché »*, des demandeurs *« sous-brokés »*, Jeremy considérait que seule la qualité de l'analyse permettait d'établir la relation. Cette opposition mobilisait des justifications différentes de la *« valeur »* du travail du vendeur et de la *« qualité »* de l'analyse, qui se distribuaient différemment parmi les employés de Brokers Inc. Mais la justification en termes de la « qualité » de l'analyse restait la seule officielle, en ce qu'elle touchait à la raison commerciale des *brokers*. C'est elle qui était mobilisée par les gérants quand ils parlaient de leur rapport au vendeur lors du premier contact. La capacité du vendeur à développer un discours original et significatif qui fasse avancer la réflexion du gérant était ainsi mis en avant, par exemple, dans un entretien avec Paul, un gérant de trente ans employé dans l'équipe de « grandes capitalisations européennes » d'Acme. En 1996, après des études à Science Po Paris, il avait commencé, très jeune, à 24 ans, à gérer des fonds pour une grande banque publique, qu'il avait quittée en 2000 pour rejoindre Acme[320]. Pour son age, Paul avait déjà une grande expérience en tant que gérant et avait certaines relations de longue durée avec quelques vendeurs. Mais il continuait à recevoir des appels de vendeurs avec qui il ne travaillait pas encore, et restait ouvert à rencontrer de nouveaux partenaires :

[320] Notre entretien a eu lieu en juin 2004, alors que je faisais un stage à Acme dans l'équipe des ABS.

« Paul moi je suis toujours à la recherche de nouveaux contacts, il y a des gens nouveaux qui commencent, et des gens que je ne connaissais pas forcément avant, il faut toujours, il faut pas être psychorigide, il faut toujours rester les yeux grand ouverts pour voir s'il n'y a pas euh, de nouveaux contacts […] *Il y a une partie de CRM*[321]*, c'est de bien noter ce que le client attend. Et puis dans le temps lui expliquer comment on travaille. Par opposition avec les gens qui appellent sans se présenter, qui commencent à être très familiers, comme si vraiment on les connaissait depuis très longtemps* […]

Moi : et comment tu décides de commencer à payer quelqu'un ?

Paul : je le mets à l'épreuve ou à l'essai pendant six mois, je regarde ses recommandations, au départ je ne le prends pas forcément au téléphone, j'écoute les messages. C'est souvent très formateur, au lieu de prendre la personne en live*, de la laisser parler sur la boîte vocale, pour voir si est-ce qu'elle pérore ou au contraire si elle utilise le peu de temps qu'il y a sur le message pour être synthétique, pour être disons* sharp *et* accurate[322]*, pour être vraiment euh, pour ben, c'est vraiment comme un casting hein ? Vous avez deux minutes pour me convaincre que vous êtes le bon candidat, voilà. Et quelqu'un qui ne se décourage pas… Après j'essaie de prendre la personne au téléphone, d'échanger un peu avec la personne, de la tester un peu et voilà »*

En tant qu'employé d'Acme, Paul faisait partie de ces gérants que Jacques aurait considérés comme « trop gros » pour lui. Sa présentation de son rapport aux vendeurs est marquée par la position de pouvoir dans laquelle il se situait, selon laquelle il mettait les gens à l'épreuve pendant des mois, comme dans un *« casting »*. En même temps, comme le remarquaient Jacques et Paul, les gérants étaient obligés, dans leurs tâches professionnelles, d'avoir accès à l'information produite par les analystes *sell side*, et étaient donc obligés de passer par un vendeur. Vendeurs et gérants devaient trouver des partenaires en échangeant de l'analyse financière. Les procédures de la rencontre suivaient certaines règles explicites, selon lesquelles le vendeur prenait l'initiative, insistait pendant des mois en montrant ses capacités d'analyse financière, et attendait que le gérant le choisisse.

Dans tous ces entretiens, les acteurs mettaient en avant le besoin d'une correspondance entre vendeur et gérant qui ne se réalisait que par le contact personnel prolongé. En même temps, ce qui fait qu'un gérant allait choisir de travailler avec un vendeur plutôt qu'avec un autre demeurait flou. Les expressions comme *« avoir une bonne idée »*, *« une histoire qui attire son attention »*, *« être synthétique,* sharp *et* accurate *»*, mobilisaient

[321] « *Customer relationship management »* : gestion de la relation avec le client.
[322] *« Pointu et précis »*.

toutes l'idée qu'il y avait des analyses financières de qualités différentes et hiérarchisables, mais restaient floues sur les critères de ces distinctions. La définition de la qualité de l'analyse financière dépendait de la *« personnalité »* de chaque participant, c'est-à-dire de sa manière d'agencer les différents éléments constitutifs de l'évaluation financière dans le cadre de sa tâche professionnelle.

Le choix du gérant pour un vendeur plutôt que pour un autre ne dépendait pas seulement de la « qualité » de l'analyse. Les rythmes du dialogue, les règles implicites qui y étaient mobilisées, étaient mis en avant par les acteurs, parfois sans les analyser, comme faisant partie de la qualité du service du vendeur : ne pas être trop *« familier »*, avoir une *« histoire prête »* avant que le gérant puisse définir la situation comme une *« perte de temps »*, ne pas se *« décourager »*. Les vendeurs insistaient sur le fait qu'une partie de leur travail était de cerner les *« styles »* ou les *« personnalités »* des gérants, qui pouvaient être très différents. Ce qui était *« trop familier »* pour Paul pouvait être *« vraiment sympathique »* pour un autre, l'*« histoire prête »* de Jeremy pouvait être une preuve d'*« engagement »* ou une *« péroraison »*. Le *« test »* dont parlait Paul, institué en procédure explicite de la prise de contact entre vendeur et gérant, concernait autant des recommandations précises que des manières de les présenter dans un dialogue. Ces éléments constituaient, ensemble et sans qu'ils puissent être toujours séparés, des « manières de réfléchir », à travers lesquelles se constituaient des relations commerciales dans la durée.

Le partage personnalisé de ces manières de réfléchir était la procédure de constitution des personnalités évaluatrices comme rôles professionnels institués. Les caractéristiques organisationnelles et les possibilités de l'argumentation évaluative de la prise de contact organisaient la relation commerciale entre vendeur et gérant sur le long terme. Il s'agissait toujours de partenaires reconnus dans des annuaires, des bases de données, et mis en lien dans un rapport commercial qui était aussi un rapport de forces explicite, dans lequel les vendeurs cherchaient à constituer un flux consistant et régulier de commissions par le développement des personnalités évaluatrices avec les gérants, dans un dialogue interprétatif où ils partageaient des manières de réfléchir.

3) L'évaluation financière comme interprétation dialogique au quotidien : une compatibilité entre personnalités évaluatrices

Les vendeurs mobilisaient les différentes approches de l'évaluation, fondamentale, relative et spéculative, selon les situations dans les marchés boursiers et selon leurs

interlocuteurs. Ils développaient une diversité de « manières de réfléchir », qui se stabilisaient dans des « styles » dans les rapports personnels avec les différents gérants. Face à la multiplicité des clients possibles, chaque vendeur développait des capacités personnelles, dans les limites des possibles de son rapport à l'évaluation financière. Dans le temps, ces « styles », définis de manière floue, se stabilisaient comme des plaisirs, des certitudes et des atouts personnels par rapport à l'évaluation financière. Les vendeurs et les gérants « apprenaient » les uns des autres en constituant, dans le temps, à partir de dialogues interprétatifs, des « personnalités évaluatrices » qui mobilisaient les différentes approches de l'ontologie de la valeur actionnariale à partir du point de vue de l'investisseur théorique qu'elle implique.

L'évaluation financière comme mobilisation située et relationnelle des différentes approches de la valeur actionnariale

Les vendeurs pouvaient utiliser des approches spéculatives, relatives et fondamentales, dans une analyse unique ou séparément. Ceci dépendait de la situation dans les marchés boursiers, et de la relation qu'ils avaient établie avec chaque gérant. Jacques, par exemple, pouvait me donner comme « bonnes idées » ou « recommandations » pour des gérants des analyses conjuguant les différentes approches : *« une idée, tu vois, c'est pas quelque chose de très absolu, je pense, tu vois par exemple, je reprends un exemple concret, euh, attends laisse-moi réfléchir (quelques secondes de silence)… J'ai un client, il a du Hélior, Hélior c'est une boîte qui fait des… la restauration collective, pour les grosses boîtes, tu sais les cantines, pour les grosses boîtes, voilà. Elle a un grand frère qui s'appelle Sodexo, qui est pareil qu'Hélior, même* business model[323]*, mais quatre fois plus gros, ok ? J'ai un client, il a du Hélior, évidemment le* benchmark[324] *c'est Sodexo. Il est pas, je suis même pas sûr qu'il le sache parce que le mec, il passe 4% de son temps sur la France. Parce que les gens avec qui je parle ils sont sur le monde, donc il ne faut pas se leurrer, tu vois, je veux dire, la France, si tu regardes par rapport aux* benchmarks[325] *mondiaux, ça ne peut être que 4% de son temps, si le temps est proportionnel à la valeur d'un portefeuille, ok ? Donc ce que je veux dire par là, c'est qu'il ne connaît pas la France, et moi je connais la France, donc ça c'est ma valeur ajoutée, bon peu importe. Le mec a du Hélior, Sodexo sort des chiffres. Sodexo c'est le* benchmark *sur le secteur, Sodexo fait bouger Hélior, la réciproque est probablement fausse. Je l'appelle et je lui dis « Sodexo machin, Sodexo sort des chiffres*

[323] *« Modèle d'activité économique»*.
[324] La *« référence »*.
[325] *« Indices boursiers »*.

merdiques, voilà l'impact probable sur Hélior, ils sortent des chiffres merdiques sur la partie, euh, sur la partie restaurants d'autoroute, c'est le cœur du business *d'Hélior, donc probablement que les chiffres d'Hélior de la semaine prochaine seront merdiques ». C'est pas une grosse idée, mais le mec est content, tu vois. C'est-à-dire que je me suis rappelé qu'il avait du Hélior et que je lui dis un truc que peut être tout le monde ne lui a pas dit, et ça lui ouvre l'esprit : la prochaine fois il sait que Sodexo c'est le* benchmark *du secteur »*.

Jacques mobilisait l'approche relative : si les activités de Sodexo avaient mal marché, elles risquaient d'avoir mal marché pour Hélior, puisqu'ils avaient le même marché. Il mobilisait aussi l'approche fondamentale : Sodexo et Hélior étaient définies selon une activité économique particulière, et le prix des actions d'Hélior devait baisser pour représenter sa valeur moindre étant donnés ses résultats moins bons qu'auparavant dans cette activité. Finalement, il mobilisait aussi l'approche spéculative : *« Sodexo fait bouger Hélior »*, c'est-à-dire que selon Jacques, historiquement, lorsque le prix de l'action de Sodexo baissait ou montait, il y avait des ventes ou des achats en masse de l'action d'Hélior, quelles que fussent les raisons de ce mouvement.

Des approches diversifiées dans les limites des possibles personnels

Par rapport à la grande diversité de gérants, les vendeurs pouvaient mobiliser des approches différentes, mais dans les limites de leurs capacités d'adaptation. Les vendeurs de Brokers Inc. remarquaient les particularités du dernier venu, Jeremy, avec lequel ils n'étaient pas familiarisés. Ce dernier pouvait passer de longues minutes à faire des analyses poussées de politique internationale, à voix haute, en se levant et faisant quelques pas dans le maigre espace qui entourait sa chaise. En entretien, il me donnait comme exemple de « bonne idée » : « *tu dois chercher des histoires, tu dois creuser pour les trouver, tu n'as pas une histoire chaque matin. Tu sais, tu peux faire un très grand effort pour construire une histoire, et moi je ne crois pas en l'idée selon laquelle il n'y aurait pas d'histoires… tu peux aussi faire une histoire, pas l'inventer, mais la faire, genre, à partir d'un argument intéressant, par exemple, ce qui s'est passé ici aux Etats-Unis pendant l'été*[326]*. Il y a eu un effort concerté, aux Etats-Unis, en Australie, en Chine, en Europe. Il y a eu beaucoup de pression dans l'offre de produits agricoles, à cause de la sècheresse. Il y a eu une sècheresse aux Etats-Unis, une sècheresse en Australie, conjointement avec des inondations en Chine et en Europe, donc ce qui s'est passé, c'est que beaucoup de matières premières sont parties très haut*[327]*,*

[326] L'entretien a lieu en août 2002.
[327] Il s'agit de leurs prix.

littéralement par-dessus le plafond, je parle de blé, de soja, de maïs. Et ça, vraiment, ça a des ramifications, de fortes ramifications, pas seulement dans les marchés désignés, mais aussi dans les produits de substitution, dans les industries reliées, et aussi dans les industries qui indirectement en bénéficient. Donc voilà, tu as une histoire, parce que c'était un mouvement très puissant, donc tu peux faire une histoire de ça. Si tu ne trouves pas d'histoire, tu cherches ce genre de choses, parce que les gens aiment sentir qu'il y a quelqu'un à l'autre bout du fil qui est vraiment engagé, dévoué pour l'industrie, qui vraiment veut, qui est vraiment en train de penser à comment gagner de l'argent ». Ces *« histoires »* qui pour les autres étaient une caractéristique personnelle de Jeremy, étaient pour lui ce que les *« gens »* aimaient entendre. Alors que certains vendeurs trouvaient qu'il parlait trop fort, avec trop d'assurance, et qu'un gérant de passage dans le bureau qualifiait Jeremy, avec une certaine réserve, comme quelqu'un de *« trop intense »*, ce dernier avait réussi, un an après mes observations, à trouver un nombre stable de clients qui lui payaient un flux conséquent de commissions.

Beaucoup de vendeurs remarquaient que leur travail comprenait une partie de *« séduction »*, qui ne marchait qu'avec certaines personnes. Il n'y avait pas de critères précis sur les différentes approches possibles de la valeur, autre que la mobilisation des différents éléments de l'ontologie de la valeur actionnariale de manière « personnelle » selon le point de vue d'un investisseur théorique. Les vendeurs et les gérants développaient des certitudes, des plaisirs d'analyse et des manières d'évaluer qui organisaient une diversité limitée de possibles, qui se construisait dans le temps, à travers les pratiques professionnelles. Juliette, 37 ans, était vendeuse depuis douze ans. Elle était *partner* de Brokers Inc. et la deuxième vendeuse la plus importante en termes de flux de commission. Elle analysait son travail comme un positionnement personnel, favorisant l'évaluation relative, mais de manière flexible face à une multiplicité de clients : *« En général ce que j'aime bien c'est de valoriser une boîte par une* sum of the parts[328]*, en disant ça, ça vaut ça, ça, ça vaut ça et ça, ça vaut ça. Euh… des valeurs… moi ce que j'aime bien, c'est que je veux une démonstration que, aujourd'hui, c'est pas cher*[329]*, mais pas avec des modèles sur 25 à 30 ans. C'est aujourd'hui par rapport à l'industrie, par rapport au marché, par rapport à ce que le marché anticipe, c'est pas cher. C'est plus des visions euh… une photo de la boîte aujourd'hui par rapport au reste…*

Moi : et t'as différents types d'arguments selon tes clients ?

[328] *« Somme des parties »*. Notamment pour évaluer les *holding*, les analyses consistent souvent à considérer les activités différentes comme des entreprises à part entière, avec une valeur propre. La valeur du groupe est alors la somme de la valeur de ses parties.
[329] L'argumentation implique qu'il s'agit d'une recommandation à l'achat.

Juliette : ben oui ! Chacun… ben, il faut connaître son client, par exemple je sais que chacun a… je sais qu'il y a une boîte, je parlerai à ce client-là mais pas à celui-ci parce qu'il ne supporte pas ce business-*là, alors que lui il adore ce* business-*là. Donc euh… justement, tout mon argumentaire est que je travaille pour mon client, c'est mon client, donc je sais que je ne vais pas parler à Untel de Michelin parce qu'il ne supporte pas les boîtes cycliques*[330] *et je vais pas parler de Carrefour à un mec qui ne regarde que les boîtes qui ne sont vraiment pas chères*[331]*. Et ça c'est ma valeur ajoutée, ils savent que je fais un coup de fil pour eux,* custom made[332]*, et si tu veux, toujours ce qu'ils m'ont dit, c'est : « Juliette… tu… », enfin de comprendre ce qu'ils veulent etc., et là où j'ai toujours bien marché c'est de leur filtrer le truc et de ne leur donner que ce dont ils ont besoin, d'anticiper ce dont ils ont besoin et de ne leur donner que ça, faire le filtre…* […] *c'est une relation institution à institution officiellement, mais au départ, parce que vraiment dans ce métier-là, c'est des relations personnelles, tu t'entends bien avec quelqu'un, tu as la même façon de bosser, la même façon de voir les choses, une personnalité, c'est très psychologique comme* business*. L'idée c'est qu'il faut savoir ce dont on parle, et la plupart des gens savent, mais après c'est de comprendre comment la personne marche, moi je trouve que c'est très important. Parce que tout le monde est sous les stress, tout le monde a peu de temps, etc., donc tu veux trouver quelqu'un dont tu sais que, à demi-mot, ils comprennent ce que tu veux dire ».*

Jacques, Jeremy et Juliette développaient des arguments différents dans leurs analyses, qui correspondaient à leurs capacités analytiques propres et qui pouvaient être liés, avec le temps, à des plaisirs ou des habitudes personnelles concernant l'évaluation. Ces caractéristiques personnelles étaient à la fois des atouts, qui permettaient au vendeur de se distinguer des autres, et des limites, qui restreignaient le nombre de clients qui pouvaient être attirés par leur réflexion. Comme on le voit dans la différence entre Jacques et les vendeurs senior, les capacités personnelles d'analyse se développaient avec le temps. La réflexion sur la valeur étant aussi une capacité à se comprendre *« à demi-mot »*, une *« confiance » « personnelle »*, chaque vendeur avait autant de styles que de clients, dans les limites de ses possibles.

[330] C'est-à-dire des entreprises dont les performances varient avec la conjoncture économique.
[331] On dit qu'une entreprise est *« peu chère »* lorsque son P/E n'est pas élevé par rapport à des comparables. Un P/E élevé signifie une prévision très optimiste des revenus futurs par rapport aux revenus présents. Il caractérise les entreprises dites de *« croissance »*, dont on espère qu'elles croîtront fortement dans le futur, contrairement aux entreprises *« cycliques »*, dont la croissance ne se détache pas de celle de la conjoncture générale.
[332] *« Fait sur mesure ».*

Evaluer des actions : constituer une confiance dans le temps à travers un apprentissage commun à partir d'un accord entre personnalités

Vendeurs et gérants remarquaient qu'on n'attendait pas du premier qu'il donne des idées qui « marchent » toujours, c'est-à-dire qui mènent toujours à la réalisation d'un profit, ce qui serait *« impossible »*. Les gérants remarquaient de manière générale qu'ils cherchaient des vendeurs avec des styles précis, afin de les distinguer entre eux et avoir accès à des points de vue clairement différents, qui leur permettent de voir plusieurs aspects de l'évaluation. Ces styles se construisaient dans les dialogues interprétatifs entre partenaires commerciaux, et leur contenu, spécifique à chaque relation commerciale, ne pouvait être défini clairement. Les relations s'établissaient dans des contacts réguliers pendant des années, dans lesquels gérants et vendeurs « apprenaient » à stabiliser des approches de l'évaluation qui mobilisaient différemment les éléments constitutifs de l'évaluation selon l'ontologie de la valeur actionnariale à partir du point de vue d'un investisseur théorique. La multiplicité limitée des possibles pour chaque personne, les styles qu'elle pouvait développer, comprendre, entendre, et partager, organisait le choix *« personnel »* des gérants pour tel ou tel vendeur, qui se basait sur une *« confiance »*, dans une relation dans laquelle les partenaires savaient ce qu'ils pouvaient attendre l'un de l'autre.

Paul racontait avoir établi une relation avec un vendeur en *« apprenant »* avec lui, à partir de sa consistance, qui lui avait permis de se distinguer des autres : *« je sélectionne des gens que je connais depuis un certain temps, sur qui je peux m'appuyer et sur qui je peux avoir confiance*

Moi : et cette confiance, tu la construis ?

Paul : oui

Moi : et comment ?

Paul : souvent il y a des affinités personnelles, il y a une grille de lecture, et la capacité de la personne à pouvoir formuler, exprimer ses choix, c'est de clairement les comprendre. Il y a des gens, qui me parlent, je ne comprends pas ce qu'ils me disent, parce qu'il n'y a pas de langage commun, pas euh, il n'y a pas forcément la technicité suffisante, la connaissance des sociétés, ou des connaissances financières basiques, de pas savoir ce que c'est que le coût du capital, […] il y a différents types de sales[333]*, il y en a qui sont plus vieille école, qui font plus sur le relationnel, d'autres plus sur le travail, d'autres qui ont un style,*

[333] En français, on utilise souvent le mot anglais *« sales »* pour parler du vendeur. On les appelle aussi *« broker »*, ce qui montre à quel point l'activité des entreprise de *brokerage* est censée être concentrée dans ces tâches professionnelles. Dans ce texte, je n'utilise que l'expression *« vendeur »*, pour simplifier la description.

donc quand on leur parle, on sait qu'ils ne pousseront jamais certains types d'idées, mais qu'ils seront consistants. Moi je pense que, sur le marché, ce qui paye c'est d'être consistant… ». Les vendeurs que Paul payait étaient ceux qui avaient cette consistance, un discours qui pouvaient impliquer des recommandations qui pouvaient être *« un désastre »* dans certains cas particuliers, mais dont il avait *« appris à comprendre et apprécier qu'il* [lui] *apportait des choses »*. L'apprentissage pouvait consister en des données sur les comportements boursiers sur un marché spécifique, dans lequel *« Sodexo fait bouger Hélior »* selon l'exemple de Jacques, ou plutôt le fait qu'il fallait regarder les marchés mondiaux des matières premières pour comprendre les perspectives de certaines entreprises localisées, selon l'exemple de Jeremy. De manière générale, de nombreux gérants remarquaient que la consistance du raisonnement du vendeur leur permettait de le situer, de savoir ce qu'ils pouvaient en attendre, une fois que sa réflexion était *« reconnue »*, ce qui, pour chaque vendeur, arrivait avec certains gérants et pas avec d'autres.

Pendant les premiers mois ou la première ou deuxième année, le gérant pouvait arrêter la relation avec le vendeur à tout moment. Après cela, il était rare qu'il le fasse, la relation s'étant stabilisée dans une *« confiance »*. Les gérants pouvaient arrêter la relation lorsque cette *« confiance »* est brisée, dans des cas limite. Plusieurs gérants remarquaient en entretien qu'ils arrêtaient la relation s'ils trouvaient que le vendeur leur *« mentait »* ou essayait de les *« manipuler »*, par exemple en les incitant à la vente ou à l'achat pour *« générer un ordre »*, sans qu'il y ait eu de *« bonnes raisons »* d'effectuer la transaction.

Mais en dehors de ces cas limite, les capacités analytiques du vendeur pouvaient être mises à l'épreuve à des moments précis. Pendant l'été 2002, au moment de mon stage à Brokers Inc., le groupe français Vivendi traversait une crise majeure, qui liait ses mauvaises performances à des déclarations comptables douteuses. Les vendeurs de Brokers Inc. avaient tous des clients qui avaient une partie de leurs fonds investis dans des actions de cette entreprise. Dans une situation critique, où le prix de l'action chutait fortement chaque jour, ils devaient répondre, à des questions très différentes. Certains gérants étaient soucieux de comprendre les détails des manipulations comptables de l'entreprise, d'autres voulaient comprendre ses atouts technologiques et sa stratégie de long terme[334] et d'autres, enfin, voulaient comprendre le lien entre la direction de Vivendi et l'Etat français. Une des figures majeures des milieux financiers français, Claude Bébéar, s'était publiquement impliqué dans le sauvetage financier de la compagnie, ce qui signifiait qu'elle n'allait pas faire faillite, et

[334] Comme pour d'autres *holding*, le groupe était considéré par de nombreux analystes comme juxtaposant des activités trop disparates, qui ne pouvaient être incluses dans une véritable stratégie d'ensemble.

André s'écriait au milieu de la salle : *« Quel personnage des US on pourrait trouver qui ressemble à Bébéar pour leur expliquer qui c'est ? »*. A un moment où les gérants exprimaient fortement leur inconfort ou leur désarroi, les vendeurs se devaient de leur répondre avec des analyses appropriées, c'est-à-dire avec les données pertinentes et la manière de réfléchir qui correspondait à ce que le gérant pouvait *« comprendre »*, pour reprendre les mots de Paul. Certains vendeurs, qui connaissaient leurs clients et avaient les données qu'il leur fallait, pouvaient se sentir à l'aise. D'autres, qui connaissaient moins leurs clients, tentaient des explications. Ces tentatives étaient à la fois des explorations propres au vendeur et à sa relation avec le gérant. Elles pouvaient par la suite constituer des bases de *« bonne entente »* entre les partenaires, des éléments communs à partir desquels ils avaient *« appris »* ensemble. Ces moments pouvaient être fondateurs pour la *« confiance »*, ou au contraire signer le début de la fin de la relation.

Avec le temps, les relations et les styles d'évaluation se stabilisaient, sans catégories communes à la profession qui les distinguent entre eux. La distinction, selon la définition explicite des tâches professionnelles, était le fait d'un choix « personnel » à partir de relations basées sur l'interprétation dialogique de la valeur. Jacob, gérant de fonds depuis plus de dix ans et travaillant au moment de l'entretien pour une petite entreprise de gestion basée à Paris, présentait cette situation ainsi : *« vous choisissez pas vos interlocuteurs, à force de travailler vous savez qui vous raconte des pipeaux et qui vous raconte des trucs sérieux, donc forcément vous travaillez avec les types qui vous semblent les plus sérieux* […] *Il y a des gens que je pense, c'est des types très intelligents avec qui tu peux avoir des discussions très intéressantes. Et, au bout de certaines années, c'est ces gens-là que tu retéléphones, parce que les autres, petit à petit tu t'éloignes. La relation personnelle est importante, quand même, c'est un métier d'hommes, c'est vraiment un métier d'hommes : si le type commence à me gonfler, au bout de deux ou trois mois, je vais lui dire « écoute, t'es gentil, mais ne m'appelle plus » »*.

La conviction et l'authenticité comme légitimité de l'évaluation

Les *« affinités »* dont parlait Paul consistaient en un agencement qui est toujours perçu comme idiosyncrasique et néanmoins légitime dans son rapport à l'ontologie de la valeur actionnariale. Pour les construire, les vendeurs faisaient appel à leurs capacités interprétatives personnelles, avec plus ou moins de succès et, parfois, de plaisir. La procédure de mise en rapport entre gérants et vendeurs insistait sur l'importance de l'aspect « personnel » de l'évaluation qu'ils effectuaient. Dans tous les entretiens, les gérants

mettaient en avant l'idée que l'évaluation était, une fois toute l'information prise en compte, une question de *« conviction personnelle »*. Cette remarque rappelait ce qui est censé faire la légitimité du dispositif : l'évaluation par une personne libre, et donc authentique et convaincue par ses propres arguments, concernant des prévisions à partir de l'information disponible.

En même temps, les vendeurs et les gérants remarquaient souvent que l'aspect « personnel » était aussi un rôle qui, légitimé par le discours de la *« conviction »*, était souvent rempli par un positionnement stratégique du vendeur en raison de ce qu'il pensait être l'opinion du gérant. Ce cas, décrit par tous, n'apparaissait que comme un « aveu » des vendeurs ou une « critique » des gérants, du fait de son opposition à ce qui faisait la légitimité du dispositif. Hervé, vendeur senior de l'équipe avec des clients basés en Europe, avec dix ans d'expérience me disait en entretien : *« il y a plusieurs façons de procéder, hein, je ne suis pas quelqu'un de systématique donc, euh, je m'adapte un peu aussi aux intérêts des clients. Donc ça peut être très différent ce que je fais. Je peux appeler un client uniquement pour lui parler des actions qu'il a en portefeuille, s'il y a eu des développements nouveaux sur les actions qu'il a, je vais lui dire : « tiens, il y a une grève qui risque de commencer à Boeing », euh, c'est un exemple. J'ai d'autres clients qui sont friands de trouver de nouvelles idées, donc je vais appeler un client en disant : « ah ! il faudrait acheter Wendy's aujourd'hui parce qu'ils vont annoncer » euh… j'sais pas : « un nouveau produit aujourd'hui » ou : « parce que la valorisation est intéressante ». J'ai d'autres clients qui aiment bien avoir un tour d'horizon, donc par exemple, ce que la recherche des autres maisons de* brokerage *a publié, donc je vais l'appeler en lui disant : « ben aujourd'hui, ce qui est important, c'est de voir que Merryl Lynch est devenu négatif sur un secteur et que Goldman est devenu positif sur les compagnies pétrolières euh, pour ces raisons-là » et donc d'une certaine manière servir de filtre entre ces clients et Wall Street. C'est vraiment très très très différent, en gros, euh… dans le métier de vendeur, ce qu'il faut euh… c'est assez triste à dire ! mais il faut manifester sa présence. Alors, évidemment, comme on ne peut pas appeler pour dire « coucou ! », il faut appeler pour dire quelque chose… ».*

La « tristesse » de ce que racontait Hervé se référait à une possible « passion » de l'analyse, qui fondait des « convictions fortes », selon les discours de plusieurs professionnels, qu'il ne partageait pas en ce qui le concernait. En même temps, dans les critiques des gérants, la malhonnêteté de l'analyse des vendeurs était fustigée essentiellement quand elle visait à manipuler les commissions. Selon Jacob : *« si je lui demande un truc et il me ment simplement pour avoir l'ordre, là, à mon avis, il risque de passer un mauvais quart*

d'heure ». Les gérants, comme les vendeurs, n'avaient pas forcément des « convictions fortes » sur chacune des actions cotées en bourse. La mobilisation du discours sur la « conviction » restait néanmoins une manière incontournable de légitimer leurs pratiques évaluatives et l'existence de leurs tâches professionnelles de manière plus large. La « personnalité évaluatrice » ne pouvait évaluer qu'en étant « sincère » et « convaincue ». Les positionnements de chaque acteur par rapport à cette définition de leurs tâches professionnelles, qu'ils appliquaient tous, étaient toutefois très variables selon les parcours et les situations, à l'intérieur des limites marquées par l'ensemble des concepts qui organisent l'évaluation financière selon l'ontologie de la valeur actionnariale et la figure de l'« investisseur libre » dans un rapport de « marché ».

Le rapport entre gérants et vendeurs se stabilisait officiellement à partir de l'interprétation dialogique de la valeur qu'ils développaient ensemble selon leurs caractéristiques intellectuelles personnelles. Leurs tâches professionnelles consistaient à développer autant de « personnalités évaluatrices » qu'ils avaient de rapports dialogiques, selon la logique de la « conviction » dans la définition de la valeur. Chaque acteur mobilisait avec plus ou moins de succès ses capacités personnelles pour développer une multiplicité limitée de rapports commerciaux. Les positionnements personnels par rapport aux tâches pouvaient correspondre plus ou moins au discours sur la « conviction », mais les pratiques demeuraient organisées par les concepts moraux des philosophies libérales à partir desquelles se développait l'ontologie de la valeur actionnariale. Ceci se faisait toujours dans le cadre professionnel dans lequel les personnes avaient accès aux tâches d'évaluation en tant qu'employées. En même temps, à l'intérieur de ce cadre, les rapports évaluatifs personnalisés permettaient aux acteurs de se dégager partiellement du lien qui les liait à chaque employeur en particulier.

4) L'évaluation financière : une relation commerciale de long terme

La relation entre vendeur et gérant, qui commençait par un « test » de plusieurs mois et se stabilisait à partir d'un ou deux ans, pouvait durer plus de dix ans, mais ceci avait rarement lieu au sein des mêmes entreprises. Les vendeurs et les gérants pouvaient changer plusieurs fois d'employeur et continuer leur relation commerciale personnelle. Ceci inscrivait la relation entre vendeur et gérant dans un horizon temporel qui dépassait leur rapport avec

leurs employeurs et qui était fondamental pour la stabilité des hiérarchies au sein des entreprises comme à Brokers Inc.

A partir des histoires de vie recueillies dans les entretiens avec plus de 60 professionnels et les commentaires quotidiens sur les lieux de travail, on peut dire qu'il était considéré comme rare qu'un cadre demeure au même poste pendant plus de cinq ans. Ceci était vrai pour toutes les personnes avec qui j'ai travaillé sur les différents terrains. Brokers Inc. avait été créée en 1997 par André et Juliette. Tous deux avaient travaillé pour plusieurs institutions auparavant. L'ouverture de l'entreprise avait été une occasion pour eux de créer une structure avec un nom reconnu, mais qu'ils contrôleraient plus qu'en étant employés d'une grande banque. Pour tous les deux, il s'agissait de profiter des relations accumulées pendant les années précédentes pour négocier des conditions de salaire et de liberté commerciale avantageuses. Il s'agissait aussi de leur dernière étape comme vendeurs. En 2004, l'entreprise a été rachetée par une grande banque. André et Juliette ont alors vendu leurs parts, après avoir accumulé des fortunes de plusieurs millions de dollars. Les autres employés de Brokers Inc. avaient intégré l'entreprise depuis 1997, progressivement. La grande majorité est partie lors de la vente en 2004 ou peu après. Leur départ ne signifiait pas recommencer ailleurs en partant de zéro, mais d'essayer de se vendre ailleurs comme étant capables d'assurer très vite un flux de commissions stable, à partir des relations commerciales en cours. La personnalisation du rapport entre vendeur et gérant s'inscrivait de cette manière dans un horizon temporel qui dépassait souvent leur rapport avec leur employeur, et concernait la stabilité de leur tâche professionnelle tout en changeant d'institution.

Cet horizon stratégique était explicite et marquait la relation depuis le début. Jacques m'expliquait ses démarchages de nouveaux clients selon une stratégie de long terme dans la profession, qui ne dépendait pas d'une seule entreprise : *« mon calcul à moi c'est quoi, c'est que je suis jeune, la plupart de mes clients sont jeunes - bon enfin, c'est d'abord le calcul d'André, pas le mien – donc c'est bien que je me spécialise sur des clients, enfin des clients pas trop senior, je grandis avec eux, je mets le paquet et peut-être que là je construis un avantage compétitif en mettant le paquet avec des petits clients qui sont moins couverts par les gros autres* brokers*, je me distingue, bon et peut-être que là ils n'oublieront pas quand ils grandiront. Donc, quand t'es un jeune vendeur ou* trader*, il faut grandir avec tes clients. Si on m'avait donné des clients senior dès le début, probablement que je les aurait perdus, probablement qu'ils auraient été vexés d'avoir un vendeur de 26 ans, beaucoup plus jeune qu'eux, et je n'aurais pas du tout été au niveau. Donc ça c'est l'idée… d'ailleurs, la semaine dernière j'ai un compte qui a payé 97 000 euros en une semaine, parce que leurs* assets *ont*

*implosé, euh explosé pardon, ils ont gagné deux contrats énormes, deux mandats internationaux énormes, de plusieurs centaines de millions de dollars, ils ont beaucoup d'*assets *à allouer, tu comprends, ils doivent acheter beaucoup d'actions pour remplir leurs nouveaux fonds*[335]*. L'année dernière, en 2001, ce compte avait fait 17 000 euros de commissions, André me l'avait filé. Je me suis toujours dépensé dessus parce que je savais que le mec était pas con, à un moment il y a un* feedback[336]*, ils se sont rappelés de moi. J'ai découvert que Goldman Sachs s'en foutait d'eux, les ignorait, donc ils payent. C'est ça le calcul.* […] *Le calcul c'est globalement d'ouvrir des petits comptes, tu peux avoir de gros coup de bol sur les gros comptes, mais je pense de moins en moins, et de croître avec tes clients. Tu repères les bons, tu fais un effort plus conséquent pour les bons, parce que t'imagines quand même que les bons réussiront, dans un système darwinien quoi, et après t'attends et tu fais ton travail quoi ».* Les qualités du gérant en termes d'intelligence, être *« pas con »*, étaient considérées par Jacques comme la base d'un rapport personnel dans une stratégie de long terme dans laquelle il cherchait à construire une clientèle qui lui assurerait des flux de revenus stables et une autonomie vis-à-vis de ses employeurs futurs, comme ce fut le cas pour André, qui lui indiquait sa propre stratégie. L'institution, Brokers Inc., n'était qu'un moment de passage pour la constitution des rapports commerciaux basés sur le *« fit »* quant aux manières de réfléchir.

A long terme, les vendeurs arrêtaient presque complètement de démarcher de nouveaux clients, et se concentraient sur une clientèle stable qui leur fournissait des revenus plus ou moins constants. Comme l'a analysé Olivier Godechot pour certains *traders*[337], les vendeurs senior arrivaient à se détacher partiellement de leur employeur, à se constituer une sorte de « rente » pour autant qu'ils continuaient à effectuer la même tâche professionnelle, ce qu'ils mobilisaient dans la négociation de leur place dans les hiérarchies au sein de leur entreprise. Ceci était le cas d'André et Juliette, qui par rapport à Jacques se situaient, de ce point de vue, à l'autre bout de la trajectoire professionnelle. André m'expliquait : *« Mon métier de vendeur c'est assez simple, j'arrive le matin, je me lève* [vers] *5h30, je regarde ce qui se passe dans le monde, je regarde ce qui m'intéresse à Paris, je regarde un petit peu les histoires que je peux commercialiser, je dirais, aux clients en fonction des histoires qu'ils*

[335] C'est-à-dire qu'ils ont signé deux contrats de gestions de fonds pour tiers dont les termes impliquaient qu'ils investissent l'argent dans des actions « internationales », cotées dans des bourses en dehors des Etats-Unis. L'augmentation des fonds implique des transactions de montants plus élevés et probablement des transactions plus nombreuses, si les gérants commencent à investir dans des bourses ou des secteurs qu'ils ne « couvraient » pas auparavant. Dans les deux cas, les montants de commissions perçus par les *brokers* augmentent.
[336] *« Un retour ».*
[337] Godechot, O., 2007, *Working rich… op.cit.*

aimeraient, euh, qu'ils aimeraient entendre. Généralement à 7h30 cette partie de la journée est terminée, et donc après ça, j'ai laissé des messages, les mecs ils rappelleront, il y en a qui rappelleront pas, donc après ça, une autre partie de la journée c'est la supervision que ça se passe bien dans la maison, et qu'après ça c'est soit des relations directes avec Paris, soit de la supervision, sur ce qu'on devrait faire, soit…

Moi : et quelles sont tes sources ?

André : tout, je lis tout, […] *les journaux, les* websites*, la recherche qu'on publie, les* data base...

Moi : en deux heures ?

André : voilà, mais parce que c'est rodé tu vois, c'est là où intervient la notion de goodwill[338] *quoi. Une fois que t'as bien compris tes clients, il y a des tas d'histoires que tu peux chanter. Enfin, l'idée c'est pas d'avoir, je dirais, un savoir encyclopédique sur ce qui se passe dans la finance, dans la bourse, des trucs comme ça, c'est de bien apprécier, enfin, être capable d'apprécier la demande du fonds de commerce, et s'y adapter. Et puis après ça connaître ses limites aussi.* […] *Mon job c'est de vendre des trucs sur lesquels on est forts* […]*, soit des secteurs, parce qu'on a des analystes malins, soit des trucs que je maîtrise bien* […] *notre métier c'est deux choses, un : relayer de l'information, deux : être commerçant.* […] *L'idée pour moi c'est qu'un bon vendeur de truc, c'est un mec qui est curieux, mais c'est aussi un mec qui a compris, tu vois, la manière dont pensaient ses clients, donc une fois qu'on a fait ce truc-là, l'idée c'est se dire, « ok, mes clients veulent ça, qu'est-ce que je peux leur apporter ». Et si on les connaît bien, en fait on connaît la manière dont ils réfléchissent, en fait on est capable, je dirais, de tourner une histoire qu'ils auront envie d'acheter ou non.*

Moi : et ces clients, c'est des clients que tu as depuis longtemps ?

André : oui […] *j'ai un fonds de commerce qui date, quoi, ouais, un vieux fond de commerce* […]

Moi : c'est des clients qui t'ont suivi quand tu as changé de boîte ?

André : ah oui oui oui !

Moi : depuis que t'es arrivé [à New York] *?*

André : quinze ans oui…

[338] La notion de *« goodwill »* est utilisée, dans l'analyse de l'activité des entreprises, pour qualifier des données, souvent immatérielles, qui rendent compte d'une partie de ses revenus, comme la renommée d'une marque, le savoir-faire ou les rapports commerciaux établis. Elle implique qu'une partie de l'activité de l'entreprise est due à l'existence de l'entreprise elle-même, c'est-à-dire qu'elle a « bloqué » une partie de son marché, même si cette partie est difficile à chiffrer.

Les commissions payées par les clients d'André à Brokers Inc. se situaient autour de six millions de dollars US par an, à l'époque de mes observations, pour un chiffre d'affaires de l'entreprise de près de 35 millions. Ce montant était réalisé par un travail quotidien de deux à trois heures, le reste du temps étant consacré aux tâches de gestion. Ceci plaçait André en haut de la hiérarchie qui distinguait les employés en raison de leur capacité à générer des commissions. André décidait de son propre bonus, et ses revenus annuels étaient proches du million de dollars US. Sa capacité et ses *« limites »*, pour se situer à cette place, étaient présentées comme le fait de savoir répondre à la réflexion de ses clients, c'est-à-dire de lier des données financières publiquement accessibles à des rapports commerciaux, en transformant l'*« information »* disponible en une *« histoire »* qu'ils voudraient *« acheter »*.

Les flux de commissions, et le bonus d'André, étaient le fait de relations commerciales tissées depuis le début de sa carrière comme vendeur, commencée quand il avait 25 ans, lors de son arrivée à New York. Il avait depuis eu quatre employeurs. Son emploi comme gérant de la filiale de Brokers SA à New York avait été le fruit d'une négociation avec Brokers SA à partir de ses acquis depuis ses débuts. C'est en ce sens qu'André utilisait la notion de *« goodwill »* pour définir sa capacité à mobiliser un *« fonds de commerce »* qui demeurait fidèle à son analyse financière parce qu'il le « connaissait » et savait donc satisfaire ses besoins.

C'est en mobilisant l'argument d'un flux de commissions stable qui le suivait d'une entreprise à une autre qu'il avait pu négocier les termes de son contrat avec Brokers SA. A chaque changement d'employeur, il y avait un risque de perdre certains clients, par exemple ceux qui seraient obligés de ne traiter qu'avec des banques reconnues et ne pourraient pas travailler avec des *brokers* trop petits. Avant de travailler pour Brokers Inc., André travaillait en équipe avec Juliette et Pascal, un *trader*, pour la filiale d'une grande banque française à New York. Le renom de Brokers SA pour la qualité de l'analyse des entreprises cotées en France était suffisant pour qu'André et ses collègues puissent partir avec tout le *« fonds de commerce »* et s'installer dans une structure qui les paierait mieux et leur laisserait plus de marges de manœuvre dans la gestion quotidienne. L'équipe de vendeurs qui vendait de l'information financière sur les Etats-Unis à des gérants de fonds basés en Europe était entrée à Brokers Inc. de la même manière, conformée par deux vendeurs et un analyste, désireux de quitter en équipe leur ancien employeur. La capacité de *« partir avec ses clients »* avait été ainsi la base de la rentabilité de Brokers Inc. lors de sa création. Elle était aussi une source d'instabilité possible, puisque les vendeurs risquaient à tout moment de partir pour travailler avec un autre employeur, en amputant ainsi l'entreprise d'une partie de son chiffre d'affaires.

Un an après mon départ, Jacques monta une entreprise de *brokerage* avec un ami d'enfance qui avait d'importantes sources de financement. Deux ans plus tard, il avait débauché deux vendeurs de Brokers Inc. en leur proposant des revenus plus élevés et une perspective de carrière plus attirante, le rachat de Brokers Inc. par une grande banque française s'étant traduit par l'arrivée d'une direction nouvelle et d'un certain nombre de vendeurs qui limitaient les perspectives de carrière.

Au quotidien, l'évaluation financière des vendeurs se faisait en suivant des règles très stabilisées, plus ou moins explicites, concernant les rapports avec les gérants. Il s'agissait de contacts brefs, dans les premières de la journée, avant que les gérants commencent à prendre des décisions d'investissement, et afin d'orienter celles-ci. Les contacts étaient l'occasion de mobiliser les différentes composantes de l'évaluation financière selon l'ontologie de la valeur actionnariale, à partir du point de vue d'un investisseur théorique. Depuis le début de la relation commerciale, les acteurs cherchaient à communiquer en établissant des « compatibilités », des *« fits »*, entre des *« manières de réfléchir »*, des *« styles » « personnels »*, dans un dialogue interprétatif. L'accomplissement des tâches professionnelles des acteurs se faisait en constituant des « personnalités évaluatrices », qui étaient multiples pour chaque acteur dans les limites de ses possibilités et qui évoluaient au long d'un parcours dont l'horizon temporel dépassait le temps passé comme employé dans une entreprise particulière. Dans leur multiplicité, les évaluations des gérants et des vendeurs étaient organisées par la mobilisation des éléments de l'ontologie de la valeur actionnariale du point de vue d'un investisseur théorique absolument libre, cherchant à maximiser la rentabilité de son investissement financier dans des actifs particuliers, à travers des cadres institutionnels très précis et codifiés, des examens d'habilitation, des méthodes de calcul et des concepts analytiques standardisés.

Les procédures de mise en rapport des gérants et des vendeurs suivaient des règles stables, dans lesquelles étaient constitués les espaces de « liberté » évaluatrice. Cette « liberté » était le fait de *« personnes »*, et impliquait des *« affinités »* intellectuelles entre des acteurs qui étaient définis, dans la situation, comme totalement singuliers. Je n'ai analysé jusqu'ici que les échanges concernant l'évaluation financière, avec ses temporalités spécifiques. Mais les procédures de mise en rapport entre gérant et vendeur, dont le but explicite est la création d'une « affinité », d'un *« fit »*, impliquaient des moments d'échange dont le contenu n'était pas l'évaluation financière. Ces interactions étaient censées permettre aux acteurs de mieux se *« comprendre »*, afin de générer la *« confiance »* nécessaire à une

bonne évaluation financière. Elles étaient organisées par la distinction entre le *« commercial »* et l'*« information »*, présente dans les citations que j'ai rapportées jusqu'ici. Ces deux éléments définissaient la « bonne qualité » du travail du vendeur, c'est-à-dire sa capacité à personnaliser l'information publiquement disponible en la filtrant et en l'interprétant, mais ils pouvaient aussi entrer en conflit.

E) L'évaluation personnalisée entre « information financière», « vente » et « amitié »

La « personnalisation » de l'analyse financière correspondait à la mobilisation, du point de vue d'un investisseur théoriquement libre, des éléments constitutifs de l'ontologie de la valeur actionnariale. Pour les vendeurs de Brokers Inc., comme pour ceux des autres entreprises de *brokerage*, cette « personnalisation » se faisait par des procédures qui liaient de manière inextricable l'« information financière » et la « vente ». La bonne vente était celle qui réussissait avec succès la personnalisation de l'analyse financière et la bonne analyse financière était celle qui était bien personnalisée dans le rapport commercial. Pour réaliser cette « personnalisation », les procédures de mise en rapport entre vendeurs et gérants étaient organisées de manière explicite dans le but de les faire « se connaître » en tant que personnalités évaluatrices. Certaines de ces procédures, que j'ai décrites plus haut, concernaient les échanges d'information financière, qui légitimaient les tâches professionnelles et s'inscrivaient dans la légitimité politique et morale des concepts constitutifs de l'ontologie de la valeur actionnariale.

Les procédures de mise en rapport, censées permettre une meilleure « connaissance » et une certaine « confiance » impliquaient aussi des rencontres entre gérants et vendeurs dans lesquelles ceux-ci partageaient des aspects de leurs vies, des caractéristiques « personnelles » qui ne concernaient pas directement l'analyse financière. Ces rencontres, appelées les *« sorties »* par les acteurs, pouvaient consister en un déjeuner, un dîner, une soirée à l'opéra, en boîte de nuit, dans un club de *striptease*, un match de catch, ou encore un week-end en partie de chasse. Elles étaient systématiquement proposées et financées par les *brokers*. Comme pour l'échange d'analyse financière, les sorties étaient l'occasion pour les vendeurs de mobiliser leurs capacités relationnelles personnelles et de les partager avec ceux de leurs clients avec qui elles étaient compatibles, en créant un *« fit »*. La profondeur du partage de caractéristiques personnelles sans lien avec l'analyse financière devait permettre une meilleure « entente » dans les échanges, c'est-à-dire une meilleure qualité de l'évaluation et une stabilisation la relation commerciale. (1). Justifiées comme un moyen pour les vendeurs de *« mieux connaître »* les gérants, elles impliquaient deux dangers pour la logique selon laquelle la personnalisation était la base d'une bonne analyse financière. D'une part, les sorties étaient marquées par la suspicion constante que les vendeurs essayaient de payer des

sorties à leurs clients pour se faire rémunérer avec un flux de commissions, et donc un bonus, plus élevés. Ces procédures inscrivaient la « personnalisation », aspect fondamental du rapport dialogique de l'évaluation, dans une tension avec la « vente » qui n'aurait rien eu à voir avec la définition de la valeur des actions (2). Par ailleurs, en partageant des moments de leurs vies et en établissant des relations « personnelles » avec leurs partenaires commerciaux, les acteurs pouvaient développer des relations d'« amitié », qui dépassaient parfois tout rapport professionnel. Ceci faisait peser sur l'évaluation financière le danger qu'elle ne soit qu'un alibi pour entretenir des relations affectives ou des solidarités qui pouvaient aller à l'encontre des objectifs officiels des tâches professionnelles ou des narratives quant à leur légitimité (3). La personnalisation de l'évaluation financière dans le dialogue interprétatif entre vendeur et gérant se situait dans une tension entre « vente », « information financière » et « amitié ». Ces éléments constituaient des possibles, plus ou moins nécessaires et mobilisables par les acteurs selon les situations et les parcours. L'évaluation financière était organisée par cette tension, qui était légitimée comme la réalisation organisationnelle de la mobilisation de l'ontologie de la valeur actionnariale du point de vue d'un investisseur libre théorique (4).

1) La constitution des rapports entre vendeurs et gérants à travers le partage d'aspects « personnels » qui ne concernent pas l'évaluation financière

Les procédures de « personnalisation » du rapport entre gérants et vendeurs visaient, officiellement, à rendre cette relation plus stable et intime, et à permettre de cette façon une meilleure évaluation financière. Comme je l'ai décrit, les contacts réguliers entre gérants et vendeurs étaient très brefs, parfois de quelques minutes par semaine. Pour renforcer l'interconnaissance, les vendeurs et les *traders* de Brokers Inc. avaient un budget alloué par la direction pour inviter leurs clients à des « sorties » diverses. Ce budget n'était pas défini par avance, et pouvait parfois être contesté ou refusé par André, lorsqu'il considérait qu'il était trop élevé. Les vendeurs et les *traders* développaient un savoir pratique sur les contenus des sorties et les montants justifiables. Je n'analyserai ici que les sorties des vendeurs, qui correspondent à des justifications différentes de celles des *traders*, que je traiterai plus bas. Dans ces rencontres, les gérants et les vendeurs développaient des rapports personnels qui ne concernaient pas l'évaluation financière, mais leur « personne » de manière plus étendue. L'aspect personnel de ces rapports, le fait qu'ils impliquaient une meilleure connaissance

entre les partenaires, un partage d'aspects importants de leur personne, était considéré comme ce qui permettait une évaluation financière de meilleure qualité.

Les « sorties » comme partie intégrante des procédures de « personnalisation » de l'évaluation financière

De manière régulière, pendant les pauses déjeuner ou le temps de prendre un café, souvent en début de semaine, c'est-à-dire après les week-ends, les vendeurs commentaient les différentes sorties qu'ils avaient réalisées avec leurs clients. Certaines de ces activités présentaient peu d'intérêt pour les vendeurs, qui les faisaient avec plus ou moins de résignation pour le plaisir de leurs clients. Jacques me racontait par exemple être allé voir un match de catch avec un gérant de son âge, même si l'expérience ne lui inspirait qu'une légère curiosité. Juliette et Cécile pouvaient passer des soirées au restaurant avec des clients qu'elles appréciaient moyennement, mais avec qui elles arrivaient à tenir quelques heures de conversation conviviale. La légitimité de ces sorties était semblable à celle des analyses faites de manière « personnelle » mais sans « conviction ». Elles étaient une application correcte de la tâche professionnelle, mais demeuraient détachées de l'intimité qui devait lier la personne à sa pratique. Les sorties plus « réussies » étaient celles que les vendeurs faisaient avec plus ou moins de plaisir, en partageant des caractéristiques personnelles avec leurs partenaires.

Selon les vendeurs et les gérants, les sorties racontées pouvaient être très différentes. Juliette pouvait parfois parler brièvement des clients de longue date qu'elle avait invités à l'opéra alors que Jacques, lui, racontait longuement avec étonnement et amusement la soirée passée avec des clients jeunes dans un bar de *striptease*. Comme pour l'évaluation financière, les sorties étaient souvent ciblées par les vendeurs à la fois en fonction de leurs propres capacités et plaisirs et de celles qu'ils espéraient déceler ou connaissaient déjà de leurs clients. Les « sorties » faisaient partie des relations de long terme entre vendeur et gérant, basées sur des caractéristiques communes des deux personnes.

Si Juliette pouvait inviter ses clients à l'opéra, c'était à la fois parce que ceux-ci appréciaient ce type d'activité et que la vendeuse était capable de la comprendre et d'en parler avec ses partenaires. Juliette connaissait l'opéra et l'appréciait suffisamment, non seulement pour pouvoir en parler avec ses clients qu'elle invitait, mais pour y prendre plaisir. Il en allait de même avec Jacques, qui me racontait, entre amusé et un peu étonné de lui-même, qu'il avait découvert les bars de *striptease* en devenant vendeur et qu'il y avait pris goût. Il pouvait passer de longues minutes à décrire le *« spectacle »* et son plaisir de ne pas bouger lorsqu'une danseuse s'approchait de lui. Cécile, 35 ans, racontait moins ses sorties, qui concernaient

l'opéra ou des dîners dans des restaurants huppés de New York. Jeremy, habitué aux activités de ses clients de luxe hollandais, avait rejoint un club sportif très sélectif, et y invitait ses clients. Ayant des clients nouveaux, souvent plus jeunes que lui, il pouvait faire des sorties communes avec Jacques, notamment dans des bars de *striptease*, mais n'en parlait pas volontiers. La manière de parler de ces sorties, comme les sorties elles-mêmes, concernaient à la fois la « personnalité » du vendeur, ses possibilités pratiques, et les gérants avec lesquels il traitait. Comme pour l'évaluation financière, les sorties étaient un moment d'approfondissement d'une relation personnalisée entre le vendeur et ses divers clients, dans lequel le vendeur mobilisait ses possibilités d'action, multiples et limitées, pour réaliser un *« fit »* et asseoir une relation commerciale.

Les « sorties » comme mise en rapport de « personnalités »

Les sorties pouvaient avoir lieu à New York lorsque les gérants y habitaient ou y passaient. Mais, étant donné que les clients de Brokers Inc. étaient distribués sur tout le territoire américain, les sorties étaient plus souvent le moment rare d'un contact personnel de quelques heures, au lieu des quelques minutes habituelles, lorsque le vendeur se déplaçait pour rencontrer le gérant. Ces quelques heures passées ensemble étaient présentées par les vendeurs comme riches d'enseignements sur la personnalité du gérant, ce qui était censé les aider à mieux adapter leur offre d'évaluation financière. Pour que la sortie soit « réussie », c'est-à-dire pour qu'elle renforce le lien commercial entre le vendeur et le gérant, le premier devait déceler les plaisirs possibles de son partenaire, parmi ceux que lui-même était capable de développer. Dans le cas de l'évaluation financière, ceci avait lieu lorsque chaque vendeur mobilisait une multiplicité limitée de « manières de réfléchir ». Pour les « sorties », le vendeur mobilisait ses savoirs pratiques, et ceux qu'il avait pu apprendre et maîtriser dans son expérience professionnelle. Des éléments identitaires autres que l'évaluation financière étaient censés rendre cette dernière meilleure. Ce que partageaient les vendeurs et les gérants n'était pas simplement un moment de détente, mais un aspect plus ou moins compatible de leurs « personnalités » qu'ils mettaient en scène, avec plus ou moins de réussite, lors des rencontres.

Jacques mettait par exemple en avant sa jeunesse et ses plaisirs pour la vie nocturne comme un de ses atouts, mais aussi une de ses limites, dans le renforcement du rapport avec les gérants : *« D'abord, ça dépend du niveau de séniorité, donc moi je vais adapter mon style à l'age de mon interlocuteur. Je prendrai pas trop de pincettes, si je parle à un mec de 24 ans, je serai familier, non, disons 28 ou 29, il y en a pas beaucoup. Si je parle à une personne*

de plus de 35 ans, je fais attention […] *Quand tu sens que t'es en face d'un déconneur et que tu sens que t'as un bon* fit*, tu peux te laisser aller à être plus relax, faire des blagues. Quand tu sens pas le* fit*, t'essaies de rester* straight[339]*, de faire ton truc et de rien faire qui puisse ressortir »*. Le vendeur faisait appel à une certaine aisance personnelle, quand il pouvait se « relâcher », par exemple en étant spontané dans l'humour. Quand les caractéristiques personnelles du client ne permettaient pas de *« fit »*, il « ressortait », c'est-à-dire que le décalage était présenté comme ce qui dépassait les possibles de son personnage spontané, non bridé, qui n'était pas tenu « droit ». Dans les deux cas, Jacques devait néanmoins mettre en avant le même personnage, celui qui réagissait de manière « spontanée », qui ouvrait sa personnalité à celle de son partenaire commercial. Cette correspondance entre personnalités qui se « laissent aller » concernait l'humour dans l'échange verbal, mais aussi les « sorties » : *« je me dis, comment bien utiliser le marketing ? Parce que si t'en fais trop, tu passes pour un pitre. Donc par exemple là, j'ai un nouveau prospect, je l'ai rencontré une fois, il est jeune, il est déconneur, je sais qu'il aime les meufs, il aime sortir, je le sais parce qu'il m'a envoyé deux, trois mails, dans un il me disait « ouais*, I'm hoping to get laid tonight[340]*, bla bla bla ». En même temps il a un métier… donc je me demande, est-ce que je l'agresse direct, «* ok, buddy, let's hang out[341] *» ? Il est hyper russophile comme moi, donc je me disais, est-ce que je lui propose une grosse sortie, bains russes, restaurant russe, massages russes, il va rêver ! »*. Dans des conversations lors des pauses « café », Jacques se plaignait, de manière ironique, du fait que la plupart de ses clients étaient plus âgés que lui, avaient une famille, et ne s'intéressaient pas aux sorties qu'il pouvait leur proposer.

L'établissement de rapports personnels en partageant des caractéristiques qui ne concernent l'évaluation financière qu'indirectement

Les sorties étaient censées être une occasion pour le vendeur et le gérant de se connaître en dehors des échanges d'évaluation financière, en partageant des aspects communs de leur personne. Le but officiel ultime de ces sorties était l'établissement d'une relation plus proche, qui ne serait pas seulement basée sur l'évaluation financière, mais qui rendrait celle-ci meilleure. Les acteurs expliquaient souvent la stabilité de leurs relations commerciales en mobilisant le fait de partager des caractéristiques personnelles intimes. Dans le cas décrit par Jacques, il s'agissait de consolider les rapports avec ses clients en établissant une relation de

[339] *« Droit »*.
[340] *« J'espère coucher avec quelqu'un ce soir »*.
[341] *« Allez mec, sortons »*.

complicité lors de sorties qui, selon lui, faisaient *« rêver »*, à partir d'une certaine compréhension de son age, de sa masculinité et de ce qu'il appelait être *« russophile »*. Juliette et Cécile mettaient en avant différentes approches de leur genre pour montrer comment le *« fit »* entre vendeurs et gérants dépendait des rapports « personnels » autres que l'évaluation financière. Juliette me disait en entretien : *« Avec certains clients* [être une femme] *n'aide pas du tout, parce que t'es une bonne femme et ils n'aiment pas traiter avec les bonnes femmes, c'est des machos, et puis avec d'autres, t'as un côté séducteur qui marche mieux.* […] *c'est un effort de séduction, alors maintenant euh… je pense que pour être bon dans ce boulot, pour faire bien ce boulot, c'est…, il faut vouloir plaire, il faut vouloir, ça fait partie du jeu, de vouloir séduire, de vouloir convaincre, tu vois, c'est… faut vouloir le challenge. Donc tu vois, ça fait partie du truc, de… tout le monde, tu vois… c'est euh… au départ, André parlait essentiellement aux bonnes femmes et moi essentiellement aux hommes, c'est une sélection qui se fait naturellement. Sans aller plus loin que ça, mais c'est simplement par le plaisir de… il y a des gens avec lesquels je m'entends mieux que lui…*

Moi : [être une femme] *c'est un plus, quelque part ?*

Juliette : non ! parce que t'as des gens qui refusent de parler à des bonnes femmes, tu sais qu'ils considèrent qu'une bonne femme qui est au téléphone en train de faire ce boulot-là, c'est une conne. Parce que t'as l'autre côté de la médaille, qui fait que t'as quelques bonnes femmes qui sont, enfin, dans des grandes boîtes américaines, des bonnes femmes qui sont très mignonnes mais qui connaissent rien, qui sont là pour l'apparence. Donc tu vois… et t'as des fonds qui sont très machos et qui veulent pas traiter avec des femmes. Donc t'as un peu les deux […] *et puis t'as les bonnes femmes qui veulent pas parler à des bonnes femmes, très souvent* […] *ça dépend, parce que t'en a d'autres, des névrosées, qui ne veulent parler qu'a des bonnes femmes…*

Moi : donc quand vous avez un nouveau client, vous tâtez…

Juliette : soit on en a entendu parler, soit on le connaît, soit on tâte ».

En entretien, Juliette comprenait sa manière personnelle d'*« être une femme »* en termes de *« séduction »* et la mettait en rapport avec le fait de *« vouloir plaire »*, comme un élément important dans la stabilisation des rapports entre gérants et vendeurs. C'était à partir de cette compréhension de sa « féminité » qu'elle considérait que la stabilisation de certains rapports commerciaux *« se fait naturellement »*. La manière dont Juliette pratiquait son « genre » était un des possibles multiples, mais limités, par lesquels elle engageait le rapport avec les gérants en en faisant quelque chose de « personnel ».

Cécile, avait presque le même âge que Juliette mais quelques années d'expérience en moins. Elle avait déjà quelques clients stables, mais couvrait aussi plusieurs *« prospects »*, souvent plus jeunes qu'elle. En entretien, elle considérait qu'« être une femme » était un facteur important dans l'établissement de ces relations, à partir d'une présentation de sa « féminité » qu'elle distinguait de celle de Juliette: *« avec les gens des anciennes générations, tu sens qu'il y a quand même, il peut y avoir une petite discrimination quoi, qui peut jouer dans un sens comme dans un autre. C'est-à-dire que les gens, bon, c'est vrai qu'ils seront peut-être plus… dans les deux sens hein !… ils peuvent se dire bon, la nénette, euh… t'as le tempérament macho, aussi, hein ! dans le monde de la finance, aux Etats-Unis, c'est très macho ici hein ! puis en Europe aussi, dans certains pays, l'Allemagne, moi à une époque j'ai vendu un peu des « obligues »*[342] *en Europe, les mecs ils débarquaient, bon, il y a ce côté « elle, elle devrait être à la cuisine en train de faire quelque chose », mais euh… Mais c'est vrai que ça peut jouer dans l'autre sens… Bon, t'as un côté affectif, qui joue, c'est vrai, dans la relation, c'est toujours un peu, euh… un côté affectif, charmeur, ou voilà, quoi… Après ça dépend des personnes. Je suis très différente d'une Juliette, par exemple. Juliette joue beaucoup sur le côté euh, euh…*

Moi : sur la drague ?

Cécile : il y a un peu de ça, ouais ! mais bon, sans jugement ! c'est sa nature, ou c'est sa personnalité, se dire, du mec : « est-ce que tu me dragues ? », ben euh… c'est pas mon, mon… Moi je ne suis pas dans ce… moi je suis beaucoup plus affective dans ce sens-là, donc moi je cherche plutôt une relation, je sais pas, peut-être soit fraternelle, soit maternelle, selon les classes d'âge… moins dragueuse mais plus affective, voilà, et je suis certaine que ça joue avec certaines personnes, je suis certaine que mes clients, ceux qui m'aiment bien, il y a un peu de ça dedans, tu vois. Ils m'aiment bien parce qu'il y a ça en plus, j'en suis certaine. Et je suis certaine qu'il y a des mecs qui bon, euh, en fait, euh, ils me parlent moins parce que, en fait, ils pensent que c'est la call-girl, ou machin truc, donc voilà, soit : « elle est hyper bien foutue et on se la fait », soit : « elle est pas bien foutue, qu'elle reste là où elle est » quoi... Donc il y a de ça, oui, moi j'en suis certaine ».

Dans ces trois cas différents, les vendeurs mobilisent leurs capacités relationnelles sans lien avec leurs capacités d'analyse financière afin de stabiliser leurs relations commerciales. Cette mobilisation se fait, comme pour l'évaluation financière, en termes de rencontre entre « personnalités », entre des « spontanéités » qui s'accordent « naturellement ».

[342] Avant de se spécialiser dans les actions européennes, Cécile avait travaillé comme vendeuse dans le secteur des obligations, qu'elle appelle comme beaucoup d'autres dans la profession des *« obligues »*.

Le *« fit »* entre les vendeurs et les gérants concerne dans ce cas leurs plaisirs lors des sorties ou leurs manières de vivre des éléments identitaires comme l'âge ou le genre. Le *« fit »* se construisait progressivement dans chaque relation, à partir des caractéristiques personnelles de chaque vendeur et chaque gérant. Comme pour l'évaluation financière, les exemples de sorties qui avaient marché ou pas pouvaient être très nombreux et changeaient d'une relation commerciale à une autre et, avec le temps, au sein de la même relation. Jacques se posait des questions sur la sortie appropriée, alors que les rapports de genre avec ses partenaires étaient pour Juliette quelque chose qui se *« sait »* par avance ou se *« tâte »*, et qui, avec le temps, comme le disait Cécile, devenait quelque chose de *« certain »*. L'argument immédiat et officiel des vendeurs pour justifier le parallèle entre les sorties et l'évaluation financière était que les premières permettaient de mieux connaître la personnalité du gérant, sa manière de réfléchir et d'agir, ce qui à son tour devait donner au vendeur une compréhension plus intime de sa manière de réfléchir lors de l'évaluation financière. Mais les justifications pour les sorties pouvaient être variables et marquées par une ambiguïté sur le fait que les commissions payées par les gérants pouvaient rémunérer autant l'évaluation financière que le *« marketing »* offert par les vendeurs.

2) Les sorties comme mise en danger de l'évaluation financière : l'échange de « sorties » contre « commissions »

Lorsqu'il me parlait du gérant à qui il pensait proposer une sortie *« russophile »*, Jacques poursuivait : *« Mais si je fais ça, je passe pour un clown. Ça veut dire que je privilégie le marketing et la flambe au détriment de la recherche fondamentale, ou d'envoyer des mails sérieux, tout ça. Je pense qu'il y a un équilibre »*. Dans les entretiens, les gérants remarquaient de manière systématique qu'ils ressentaient l'invitation pour des « sorties » comme une tentative de les « acheter », c'est-à-dire de leur demander des commissions en contrepartie de sorties. Les sorties justifiables étaient celles qui permettaient une meilleure relation commerciale, c'est-à-dire celles dont le résultat était que le vendeur offrait une meilleure analyse financière au gérant. Lorsque j'ai demandé à Paul si les vendeurs l'invitaient en boîte de nuit, et ce qu'il en faisait, il m'a répondu: *« Là aussi ça dépend de qui on a choisi. Moi, c'est des gens qui m'invitent, mais je vais pas fréquenter des gens qui m'emmènent dans des endroits que je n'apprécie pas. Faire un bon repas, c'est bien, mais si c'est pour le faire avec quelqu'un que j'apprécie pas, ça m'intéresse pas. Je préfère aller dîner avec des amis… Donc là aussi, c'est un des critères, de pas se faire acheter, de pas*

demander, il y a une certaine éthique à avoir, pour se faire respecter, euh, moi je ne vais pas en boîte de nuit avec des brokers*, sauf, sauf, si après une conférence, tous les clients sont invités, que c'est une soirée pour fêter la fin d'un séminaire de deux jours quelque part. J'irai pas comme ça, invité, euh…*

Moi : mais ça te permet de rencontrer des gens…

*Paul : oui, mais bon, en termes d'invitations, d'*entertainment[343]*, il y a beaucoup de possibilités. Ça peut être soit un match de foot, ça peut être jouer au tennis, ça peut être de prendre un verre, ça peut être un repas…*

Moi : et tu discrimines…

Paul : oui, par exemple, moi je, moi j'aime bien, j'aime bien l'opéra, c'est plutôt rare, donc je sais que tous les brokers *ne m'inviteront pas à l'opéra, donc euh… c'est plutôt des gens plus cultivés que la moyenne… moi j'ai plutôt des* brokers *intellos, parce que je suis intello… ça veut pas dire que je crois qu'il faut être intello, même c'est l'inverse, mais que, si ces gens s'entendent bien avec moi, c'est aussi parce que, d'une certaine façon, ils retrouvent chez moi une partie d'eux-mêmes…*

Moi : et du coup vous faites des choses qui peut-être n'ont rien à voir avec la finance ?

Paul : oui, oui…

Pour Paul, les sorties devaient permettre une rencontre entre caractéristiques individuelles, comme *« être intello »*, qui faisaient que le gérant et le vendeur *« s'entendent bien »*. Les sorties étaient considérées du point de vue « personnel », de ce qu'on « apprécie », on « aime », ce que l'on « est ». Ces caractéristiques correspondaient, selon Paul, à celles qui permettaient de stabiliser ses relations en termes d'évaluation financière. Il était *« intello »*, comme les vendeurs qui s'occupaient de lui, ce qui leur permettait, en dehors de l'évaluation financière, d'aller à l'opéra et, par là, de se connaître mieux, de retrouver dans l'autre *« une partie d'eux-mêmes »*. En dehors des sorties qui permettaient ces rencontres entre « personnalités », Paul considérait que les sorties étaient illégitimes en ce qu'elles remettent en cause une *« éthique »*, un *« respect »*, qui était celui de la tâche professionnelle que rappelle l'entretien de Jacques : le fait d'échanger de l'analyse financière à partir de la *« recherche fondamentale »*. La seule autre justification, pour Paul, était lorsque la sortie se fait en groupe, et permet de rencontrer d'autres gérants et vendeurs. Plusieurs gérants remarquaient que ces sorties étaient l'occasion de rencontrer d'autres professionnels, de tisser

[343] « Distraction ».

des liens professionnels et de *« sentir le marché »*, c'est-à-dire qu'elles se justifiaient parce qu'elles permettaient de mieux réaliser la tâche professionnelle d'établir la valeur des actions de manière « informée ».

Les justifications des sorties dans l'entretien avec Paul situaient ces dernières dans un espace ambigu, qui se retrouvait dans mes autres entretiens avec des gérants. Ces derniers attaquaient de manière générale les sorties comme une tentative des vendeurs de les « acheter », tout en justifiant certaines d'entre elles du point de vue de leur tâche professionnelle. Dans le cadre d'un entretien avec quelqu'un avec qui ils n'avaient pas de relation de confiance particulière, comme moi, ceci pouvait apparaître comme un rappel des justifications officielles et une difficulté à s'y tenir lorsque les questions deviennent plus précises. Lors d'un entretien avec l'ancienne responsable des équipes gérant des fonds investis en Europe à Acme, qui avait été transférée au le poste inconfortable de responsable de la gestion « socialement responsable », elle m'a indiqué d'abord qu'elle refusait systématiquement toute invitation. Après une heure d'entretien cordial, où nous avons parlé des difficultés de son nouveau travail, des difficiles rapports de genre dans la profession et de ses perspectives de carrière, je lui ai demandé, en lui souhaitant une bonne semaine, si elle allait assister à des matchs de tennis du tournoi de Roland Garros. J'ai essayé de le faire avec un ton d'évidence, puisque je savais que bon nombre de gérants, et notamment ceux qui étaient dans des positions de responsabilité comme elle, se faisaient inviter et voire même demandaient directement à leurs vendeurs de leur trouver des places. Elle me répondit à voix basse, un *« oui »* rapide et mal à l'aise.

Le statut ambigu des sorties et de leur place dans le rapport commercial entre vendeur et gérant a été plus explicite lorsque j'ai pu le partager avec un gérant avec qui le rapport de confiance était plus fort. Lorsque j'étais à New York, travaillant pour Brokers Inc., le contact qui m'y avait introduit, Andreas, était un gérant dont Jacques était le vendeur. C'était une personne proche de ma famille, avec qui j'avais une relation en dehors de tout rapport professionnel, et dont je connaissais bien la vie personnelle. Il gérait près d'un milliard de dollars investis dans le monde entier pour un fonds de pension. Il était basé à Cleveland, à deux heures d'avion de New York, dans le centre nord des Etats-Unis, dans le « MidWest », région caractérisée par son conservatisme moral et politique. Il me proposa un jour d'aller voir avec lui des matchs de tennis de l'US Open à New York. Il avait des invitations à travers un de ses vendeurs, Fred, employé d'une grande banque allemande, la GBA, à qui il payait près de 500 000 dollars de commissions par an. Je transcris ici mes notes

de terrain, dans lesquelles on voit l'ambiguïté du rapport entre le gérant et le vendeur lors des « sorties » :

Je suis venu au bureau en tee-shirt blanc, avec la chemise pliée dans un sac pour que Jacques ne la voie pas et ne me demande pas pourquoi je suis bien fringué, ou je vais bien me fringuer, et que je n'aie pas à lui raconter un bobard, puisqu'Andreas m'a dit que je ne devais pas lui dire qu'on allait voir le US Open avec un broker avec lequel il fait énormément de business*.* […] *Je pars vers deux heures et quart,* […] *ayant rendez vous avec Fred, le broker de la GBA qui va nous sortir (Andreas lui a demandé une place pour moi, et il l'a trouvée, sans plus), en bas de son bureau,* downtown[344]*, dans la rue Wall Street. J'arrive un peu en avance et fais un tour du quartier, ensuite vais dans l'immeuble, grand hall en marbre foncé, où je demande qu'on l'appelle et j'attends. J'ai un pantalon marron foncé, pas vraiment un kaki, des chaussures assez* hip[345]*, sans ficelles, Andreas m'a dit, quand on achetait un costard que je peux les mettre un vendredi, mais jamais avec un costard. Et ma chemise blanche, Andreas m'ayant dit que je pouvais venir en polo. Fred a la quarantaine, un petit bide, plus trop de cheveux, des lunettes, un petit nez et des yeux vifs. Il est en kaki, des chaussures assez usées et un polo bleu clair sans personnalité. On attend un chauffeur qui est celui qu'il appelle toujours (au lieu de juste prendre un taxi). On parle un peu. Il me dit qu'il a été treize ans dans l'*accounting[346]*, et là ça fait cinq ans qu'il est dans le* brokerage *(Andreas me dira après : « lui c'est un* big shot[347]*, par rapport à Jacques, tu vois lui je lui demande un analyste, et il me marque le numéro de téléphone de l'analyste tout de suite, il est vraiment fort »), et qu'il travaille pour le* brokerage *en Europe. Du coup maintenant il voyage beaucoup plus, il va aussi pas mal voir des gens comme Andreas, dans le* MidWest*. (Il est originaire de Long Island[348], et y a vécu toute sa vie, sauf une brève période à Queens[349]. Ce n'est qu'avec le boulot qu'il a connu Manhattan). On parle des villes européennes qu'il a visitées, juste quelques capitales, cinq ou six grandes villes en tout, du coup je me sens un snob… il me dit qu'il est allé à Amsterdam, je lui demande si ce n'est pas choquant pour un Américain, les* coffee shops*, il me dit : « non, c'est juste comme ça, on se dit ici ça se passe comme ça ». Il me regarde les yeux vifs et le petit sourire, et me dit : « pas seulement les* coffee shops*, mais aussi le* red lights district *». Il me dit qu'il y est allé avec sa femme, pour le*

[344] « Dans le centre ville ».
[345] « Branchées ».
[346] « La comptabilité ».
[347] « Un gros calibre ».
[348] Quartier résidentiel de New York, qui pourrait être comparé à une banlieue de « classes moyennes » proche de Paris.
[349] Autre quartier de New York, un peu plus éloigné du centre, avec plus de diversité sociale.

dixième anniversaire de leur mariage, et que c'était marrant, même si après cinq minutes c'était « just boring[350] ». *Il me dit : « c'est surtout ensuite, quand tu reviens et tu dis comme si c'était quelque chose de normal que tu as fait ça, que tu vois les réactions et tu te dis qu'en fait non, c'est pas si normal, ça ne passe pas si bien que je raconte ça ici… ». Il me demande ce que je fais et je lui dis que je fais une thèse de sociologie sur la finance. Il me demande si je la fais ici, je lui dis que non, en France, mais qu'ici j'ai fait un master en philo depuis deux ans. Il laisse tomber assez vite avec les questions (j'ai la sensation, comme souvent quand je raconte ce que je fais, que c'est trop bizarre et les gens* give up trying to understand it clearly[351]*).*

La Lincoln vient. Le chauffeur est un israélien low class[352] *bien foncé, qui parle avec un gros accent et des erreurs de grammaire même si il habite à New York depuis 17 ans. Il travaille avec Fred depuis trois ans. Il travaille surtout le soir, vient de chez lui chercher des clients. (On entend les messages qui sont laissés sur son répondeur, qu'il met à haute voix, de gens qui l'appellent par son nom et lui demandent de venir les chercher. Un message est d'une nana qui doit prendre un avion vers Londres un soir, Simon n'entend pas bien et demande à Fred à quelle heure exactement est le vol. Fred lui dit : « je connais ce vol, je le prends souvent, c'est à 11 heures 10 du soir »). Sur le chemin, on ne trouve plus de sujet de conversation (je ne sais pas trop quoi dire, et il n'est pas forcément intéressé, je sens, de parler avec moi). Il dit qu'il va dormir un peu avant d'arriver à l'aéroport, où on va chercher Andreas. On poirote près de l'aéroport avant qu'il arrive, je parle un peu avec Simon, ensuite Andreas appelle disant qu'il est là et on va le trouver. Il monte, parle avec Simon, lui demande s'il a fait la guerre de 67, le mec dit « oui », sans plus. Andreas veut visiblement en parler et dire de bonnes choses d'Israël, mais Simon ne s'étend pas du tout sur la question (il est fou Andreas de parler de la guerre comme ça, sans savoir ce que le mec en pense!). On arrive avec un peu d'avance. J'avais dit à Andreas au téléphone que je ne savais rien de tennis, et lui m'a dit que lui non plus, mais qu'il s'en foutait, « moi ce que je veux, c'est être là, en première, avec les meilleurs, au centre de la chose ! ». On fait la queue, Fred nous donne nos entrées. Andreas lui demande combien elles coûtent, il dit : «* I want him to know[353] *» (pour moi), le mec lui dit que la loge coûte 15 000 dollars pour deux nuits, et qu'il y met vingt personnes chaque nuit, donc dans les trois cent cinquante, plus la bouffe et tout, dans les cinq cent dollars par personne. On entre, Andreas lui demande un «* tee-shirt of the

[350] « Simplement ennuyeux ».
[351] « Arrêtent d'essayer de le comprendre clairement ».
[352] « Des classes populaires »
[353] « Je veux que lui le sache ».

event[354] *». Ils vont en acheter un, qui coûte 55 dollars. Andreas lui dit : « merci ! », Fred lui répond : « merci la GBA! ». «* Yes, you're right[355] *» dit Andreas. Je sens qu'Andreas est hyper chiant avec le mec et que le mec se laisse faire, ne répond presque pas aux vannes et, certainement, n'en fait pas du tout (sauf à un moment, sur le fait qu'Andreas et moi sommes habillés pareil et, dit-il, il ne sait pas duquel des deux cela dit du mal). Andreas n'arrête pas de lui demander de faire des trucs, par exemple de porter l'étui de son appareil photo comme ça il cache l'appareil photo, qu'il risque de ne pas pouvoir faire entrer, et du coup l'histoire ne serait pas gratos mais « coûterait cinq cent dollars ». Il fait chier pendant longtemps avec cette histoire, Fred laisse faire. Andreas fait quelques blagues sur le fait que Fred lui donne des idées qui ensuite se cassent la gueule, mais juste une ou deux fois. A un moment Fred lui dit, en parlant de stocks, au retour, lorsqu'il nous dépose chez moi, « telle entreprise est bon marché ». Andreas lui dit « ah bon, et pourquoi tu ne m'en a pas parlé? ». Fred lui répond «* we don't cover it anymore, well I cover it myself, personnally, but we don't cover it anymore. Yeah, I could have told you[356] *», Andreas* nods in way of approval[357] *(genre « ah, je comprends, tu as raison »).*

Nous entrons donc vers six heures et quelques, les matchs ne vont commencer que vers sept heures et quelques. Nous mangeons, il y a plein de bouffe, deux nanas assez mignonnes, fringuées impeccable, de la maison sponsor *qui détient la loge. On mange d'abord, comme ça après on peut voir les matchs. Fred nous demande les entrées, comme ça il peut faire entrer dans la loge des gens qui n'avaient pas de place et n'ont eu que des places normales (« ah, mais alors ça coûte moins que trois cent dollars! » lui dit Andreas. Fred sourit et se faufile). On mange, la bouffe est très bonne (du saumon, du vin, etc.) et on s'assied. Andreas ne quittera pas son siège et on va passer plus de trois heures assis à voir Serena Williams et Pete Sampras gagner. Andreas me dit que les gens dans les loges ne sont que des* corporates[358]*, pas de particuliers, en bas aussi, ou des gens pleins de fric. La loge se remplit progressivement, des adolescentes accompagnent un des clients, la plupart sont des clients de Fred ou de* brokers *avec lesquels il travaille. Andreas ne parle à personne. Je lui demande s'il connaît quelqu'un, il me dit qu'il ne connaît personne et qu'il s'en fout. Certains arrivent tassez tard et restent un tout petit peu (on voit les adolescentes, de même que certaines épouses, un peu mal a l'aise d'être là, mais regardant le match quand même). A la*

[354] « Un tee-shirt de l'événement ».
[355] « Oui, tu as raison ».
[356] « On ne la couvre plus. Enfin, moi je la couvre personnellement, mais on ne la couvre plus. Ouais, j'aurais pu t'en parler ».
[357] « Fait « oui » avec la tête ».
[358] « Des employés de grandes entreprises ».

fin, Fred nous demande ce que nous allons faire, sentant qu'on va partir (mais je sens qu'il est prêt à continuer un peu avec nous, même s'il est onze heures du soir). Il nous ramène en bagnole à Harlem[359]*. Le lendemain, je demande à Andreas si tout ça n'a aucune influence sur le fait qu'il fait du* business *avec Fred. Je lui dis : « ce mec, tu fais quand même du* business *avec lui parce que son service est bon ? ». Il me dit : « ben, c'est pas facile à dire, c'est de la corruption ou c'est pas de la corruption ? Ce mec est le meilleur pour ce genre de choses, donc c'est bien, je veux voir le US Open, je lui demande. Mais bon, c'est vrai qu'il est bon ». Je lui dis aussi que je trouvais qu'il le maltraitait, il a l'air tout surpris, il me dit : « Non! C'est vrai? Merde!, non, non, moi je l'aime bien ce type, c'est un copain, non vraiment, je ne voulais pas du tout le maltraiter! ».*

La sortie concerne une activité qui n'est pas du tout liée à l'analyse de la valeur des actions : voir ensemble des matchs de tennis du championnat US Open. Andreas remarque l'ambiguïté du rapport. D'une part, le vendeur, bien payé et employé par une grande entreprise, a un budget conséquent pour trouver des places difficiles à avoir. Le vendeur s'occupe de récupérer et de raccompagner le gérant, ce qui témoigne de sa position de force par rapport à d'autres clients, que le vendeur ne raccompagne pas, ou qui n'ont pas eu les entrées de manière prioritaire. Le gérant s'inscrit dans une politique commerciale générale de l'entreprise de *brokerage*, avec un budget explicite. Le service du vendeur concerne la personnalisation de la sortie pour Andreas, en s'occupant de ses entrées, mais aussi de ses désirs particuliers, comme le chercher en taxi, l'aider à cacher son appareil photo ou lui acheter un tee-shirt.

D'autre part, Andreas remarque que le vendeur est très bon du point de vue de la recherche, dans sa capacité à mobiliser les analystes sur demande. Le vendeur personnalise son service d'analyse pendant la sortie, en recommandant des investissements qu'il suit « personnellement ». Par là, il dépasse les attributs de sa tâche selon son entreprise, puisqu'il fournit des informations que celle-ci ne produit pas, et qu'il pourrait fournir en travaillant pour un autre employeur. La sortie, comme moment d'intimité, est alors aussi l'occasion de renforcer la relation d'évaluation financière, même si ce geste peut être compris, ici, comme une façon de se « racheter » en incluant des moments d'évaluation dans un échange qui concerne des matchs de tennis.

La sortie est aussi un moment pour mieux faire connaissance en partageant des situations qui autrement n'auraient pas lieu d'être, notamment par manque de temps. Fred tâte

[359] Quartier « populaire » du nord de Manhattan, où je vivais. Andreas dormait chez moi ce soir-là.

le terrain avec moi, avant de mentionner le district « rouge » d'Amsterdam, dont il dit que généralement il n'est pas bon de parler. De même, les échanges sur Israël entre Andreas, qui souvent est ouvertement sioniste, et Simon, sont une occasion de tester la position de Fred sur cette question sensible aux Etats-Unis, occasion que Fred ne saisit pas. Ces partages, dont je n'ai relevé que quelques exemples, parcourent la sortie, pendant laquelle les partenaires ont de multiples occasions d'échanger sur des sujets aussi divers que, comme la famille, la politique, les voyages, les manières de s'habiller, etc., de la même manière que le client de Jacques le testait en lui envoyant un mail concernant ses désirs sexuels. Mais, comme on le voit dans ce cas, les partages ne sont pas obligatoires ou normés. Après un échange peu fructueux, Fred arrête de parler avec moi, et l'échange avec Andreas est pratiquement nul pendant les matchs.

Andreas remarque qu'il ne peut pas donner une réponse claire sur le fait qu'il y ait de la *« corruption »*. Celle-ci ne définit en tout cas pas toute la relation, puisque le gérant considère que Fred est un bon vendeur du point de vue de l'échange d'informations financières. Mais elle jette un doute sur la définition de la relation, que je pouvais ressentir dans le malaise des accompagnants des gérants, des membres de leur famille, parfois même pas des adultes et qui, comme moi, n'avaient aucun rapport professionnel avec ceux qui leur payaient une sortie d'un montant considérable. Les sorties avec la famille étaient assez habituelles dans les commentaires qu'en faisaient les vendeurs de Brokers Inc, tout comme Fred passe sans distinction du fait qu'il voyage en Europe pour son travail au fait qu'il y a fêté ses dix ans de mariage avec son épouse.

Les sorties permettent un échange entre le vendeur et le gérant dans lequel peuvent entrer en jeu l'intime, l'évaluation financière, le plaisir de la sortie en elle-même, le rapport affectif entre les partenaires et l'échange de services de récréation contre des commissions. Tous ces éléments peuvent être en jeu, sans que les acteurs aient à les distinguer et à les mettre en rapport de manière explicite, du moins tant qu'ils restent dans les limites budgétaires ou déontologiques, variables et négociables au cas par cas, posées par leurs supérieurs hiérarchiques, et qu'on retrouve dans les discours justificatifs proposés, par exemple, par les gérants dans le cadre d'entretiens avec un inconnu comme moi.

Pendant les cinq mois au cours desquels j'ai pu observer les pratiques des employés de Brokers Inc., André ne s'est jamais opposé au budget de sorties des vendeurs. Ceci ne voulait pas dire qu'il ne pouvait pas le faire, mais plutôt qu'il y avait une bonne entente entre les vendeurs et le leur directeur sur les modalités des sorties. Le danger posé par l'échange de sorties contre des commissions, pour la légitimité de l'évaluation financière personnalisée,

semblait écarté par une entente fluide entre André et ses subordonnés. Par contre, il y a eu des tensions, après mon départ, à cause de rapports trop intimes entre Jacques et une gérante. La personnalisation de l'évaluation financière entre vendeur et gérant pouvait être « menacée » par le développement d'une relation affective qui la dépassait et se situait dans un horizon différent de celui des entreprises qui la rendaient possible.

3) La personnalisation de l'évaluation financière : entre « information » et « amitié »

Un lundi, en milieu de matinée, André sort de son bureau et s'installe à un ordinateur vacant, au milieu de la grande salle. Au lieu de passer des coups de téléphone ou d'écrire des courriers électroniques, il appelle Juliette pour lui montrer des photos de sa maison de week-end située en bord de mer, dans les Hamptons, une zone de la côte atlantique à une heure de New York, où de très riches new yorkais possèdent des « mansions ». La maison était en construction depuis quelques mois et elle avait été terminée quelques semaines auparavant. Juliette se rapproche et commente les photos à voix haute, avec André. Les *traders*, situés à côté de l'ordinateur occupé par André, jettent des coups d'œil rapides et font des commentaires positifs sur la maison, le lieu, et des commentaires plus moqueurs sur André. Je viens alors voir les photos, sentant qu'André veut les montrer à tout le bureau. On y voit André dans les vagues, en maillot de bain, sa femme enceinte et des amis. Sur une photo, qu'André laisse longtemps ouverte sur l'écran pour qu'elle soit bien vue, on le voit nu sous un tablier de cuisine, en train de faire un barbecue dans le jardin. Quand je lui demande qui sont les amis, il m'explique que certains sont des gérants qu'il connaît de longue date. Je comprends qu'il s'agit de certains de ces quelques clients importants qui fournissent à André le gros de ses commissions annuelles.

Juliette remarquait en entretien que parmi ses vingt clients, quelques-uns étaient des *prospects*, *« pour rester* challenged *»*. Quatre clients travaillaient avec elle depuis douze ans, et étaient devenus de *« vrais amis »*. Ils étaient aussi les plus *« gros » « en termes de commissions »*, et fournissaient les près de cinq millions de dollars de commissions qu'elle « générait » par an, et dont elle tirait près de 700 000 dollars de revenus annuels avant impôts. L'expression *« c'est un copain »* utilisée par Andreas pour qualifier Fred, indiquait une certaine sympathie, pour réfuter ma remarque sur une possible tension entre eux. Juliette, par contre, explicitait que ses *« amis »* l'étaient en dehors de toute relation professionnelle, même s'ils étaient aussi ceux qui lui fournissaient le gros de ses commissions.

« Juliette : moi j'ai de très bons copains…

Moi : avec qui, en même temps, t'as des rapports de business…

Juliette : oui ! quand tu parles avec des gens tous les jours, des trucs comme ça… non moi je me suis fait de très bons copains, de très très bons copains !

Moi : que tu vois ailleurs, qui ne sont pas…

Juliette : ben je sors avec eux à l'opéra, euh… mais pas pour le business *hein ! »*

Dans les cas d'André et Juliette, les mêmes sorties qui pouvaient se faire avec des clients pour se connaître mieux et stabiliser des rapports de confiance étaient, après plus de dix de travail, des sorties qu'ils faisaient avec des « amis ». Cette amitié était censée ne plus être liée au rapport commercial, même lorsque celui-ci continuait et constituait une partie importante des revenus personnels des vendeurs. L'établissement de ces liens d'amitié n'était pas considéré comme une obligation dans la profession, et dépendait des capacités relationnelles des vendeurs. Contrairement à Juliette et André, Cécile considérait que le travail de vendeur ne permettait pas d'établir des liens affectifs en dehors du rapport commercial : *« heureusement que quand même, il y a des gens qui, au fur et à mesure, deviennent sympathiques, mais c'est vrai que aujourd'hui, de moins en moins… c'est vrai que Jacques touche, dans ses comptes, des gens de sa génération, des juniors comme lui, donc ça te permet de créer des liens, tu vois, t'as le même âge, les mêmes envies, le* generation gap[360]*… Alors que moi je parle à des gens plus âgés, et les gens plus âgés ils ont de la distance, naturellement, je veux dire, c'est pas euh… Et les gens qui ont peut-être mon âge et qui sont en cours de route, ben c'est trop frais, ou ils ont aussi créé leur réseau, ou voilà quoi, mais bon…* […]

Moi : toi tu joues plutôt sur le contenu ?...

Cécile : voilà quoi, et en plus, encore une fois, je ne suis pas euh… tu vois, Jacques, il sort avec son client, le mec, machin, bon ils vont au strip bar*, bon c'est aussi un truc de mecs, moi je peux pas quoi ! (elle rit) je peux pas ! non, moi, moi, moi qu'est-ce que je vais faire avec mes clients mecs ? tu vois ? euh…*[…] *ceci dit, même avec les femmes, les bonnes femmes, elles ont une famille, des enfants, donc voilà, quoi… non elles sont assez sympas, mais c'est vrai que, euh… enfin voilà quoi…*

Moi : toi t'as pas d'enfants ?...

Cécile : ah non non… non, ce qui me gêne, c'est que quand t'es célibataire, ça te rend vulnérable, par contre… autant quand t'es jeune ça te rend invincible parce que, justement, tu as tout ton temps à investir dans un truc, et puis tu as quand même cette

[360] « Décalage générationnel ».

sensation de liberté, de… enfin, moi en tout cas c'est comme ça que j'ai fonctionné… et puis arrive un moment donné où, c'est vrai que… tu te dis « merde », euh…ben tes désirs, ils passent à autre chose quoi, et ça c'est difficile à gérer… et ça, ça vient avec l'âge, c'est… enfin je ne sais pas si c'est l'horloge biologique, ou… mais, mais, ça c'est difficile à gérer, tu vois… bon, je te dis, bon, euh ça t'arrivera dans quelques années, bon euh… moi je pensais, et puis, tu vois, c'est vrai que tu… et puis tout au long du chemin, tu te dis, enfin, bon, je vais rencontrer quelqu'un, je sais pas trop quoi, et puis ça arrive pas, et tu te dis voilà, quoi…et ça, ça te rend vulnérable, dans ce genre de business*, où c'est vrai que t'es là tout le temps… il y a des moments très très frustrants et t'as pas cette ventilation… c'est dur hein ! être coincée entre un André qui te crie à longueur de journée que c'est lui le plus beau et le plus fort, donc par défaut, t'es moins beau, moins fort, machin truc, t'as des clients qui te disent, ben : « t'es pas bon, tu m'avais pas dit que BNP c'était un gros* short[361] *», et puis t'as l'autre qui te traite de « connard » et qui te dit « machin truc », et puis tu rentres chez toi le soir, et t'essaies de te calmer quoi !*

Moi : mais ça fait longtemps que t'es à New York, t'as une vie…

Cécile : ouais, bien sûr, mais je veux dire, quoi, de voir des amis qui sont un peu dans le même état, ou bien… tu sais euh… faut créer son propre euh, moi… c'est bien facile de dire on a des amis, on a un cercle, ok, d'accord, je bouffe pas toute seule, voilà… mais ça ne remplace pas euh, ça ne remplace pas un côté plus profond quoi…

Moi : et tu sens que c'est vraiment le fait que pendant très longtemps tu l'as laissé de côté à cause du boulot que c'est comme ça ?

Cécile : moi j'ai cette impression-là !

Moi : mais c'est quand même un boulot où vous rencontrez des gens tout le temps ?... […]

Cécile : ouais, mais je les vois, quoi, tu vois, je viens avec une boîte, on fait quoi, on a une heure, une heure et demie de meeting*, pendant une heure, tu vois les mecs, sur un coin de table, « Vivendi j'achète ou non », machin truc, tu bois un* drink[362]*, tu parles du boulot, et puis voilà… c'est pas des gens euh… à part un ou deux où tu racontes le dernier film que t'as vu, etc., mais c'est euh… enfin tu vois, c'est pas forcément… je rencontre pas mille personnes à l'année, j'ai une quinzaine de comptes, donc voilà… »*

Dans les cas de ces trois vendeurs, le fait de passer près de douze heures au bureau à communiquer ou préparer des communications avec leurs clients, et de passer ensuite

[361] C'est-à-dire une action qu'il convenait de vendre, selon une technique que j'expliquerait plus bas.
[362] « Un coup ».

plusieurs heures par semaine dans des « sorties » diverses, impliquait le développement de relations affectives avec les partenaires. Dans le cas de Juliette et André, elles leur avaient permis de se faire des « amis » sur le long terme, avec qui ils avaient des relations qui étaient censées être indépendantes de leur travail. Dans le cas de Cécile, elles s'étaient soldées par un échec qu'elle intégrait dans ses difficultés affectives générales à ce moment-là de sa vie.

La personnalisation de l'évaluation financière avait pour chacun d'entre eux un horizon relationnel affectif qui dépassait celui des entreprises dans lesquelles ils travaillaient, et les tâches professionnelles à partir desquelles il se créait. Cet aspect de la relation entre le gérant et le vendeur pouvait être considéré, par exemple par André et Juliette, comme bénéfique pour la qualité de l'évaluation financière. Mais il constituait aussi une menace pour celle-ci. André et Juliette étaient en partie leurs propres patrons, et ne subissaient pas beaucoup de contrôles sur leurs rapports professionnels. En même temps, ils tenaient à garder une certaine réputation de Brokers Inc. liée à la qualité de son analyse sur une niche spécifique[363]. André me disait en entretien : *« il y a deux types de relations, il y a les relations personnelles et puis il y a les relations* business*. Et il faut bien faire la différence entre les deux. Non ! c'est pas ça, mais il faut laisser euh… il y a la relation* business *d'un côté, il y a la relation personnelle de l'autre. C'est toujours plus facile d'avoir une bonne relation* business *avec une bonne relation personnelle, mais c'est pas du tout synonyme* […] *c'est rare, et c'est bien comme ça. Je veux dire, ça prouve que le système est sain. Enfin, je veux dire, faire du* business*, uniquement sur un alibi de copinage, c'est pas… c'est rarement du bon* business […] *notre boulot c'est quand même aider des gens à gagner de l'argent »*. La distinction, jugée nécessaire, entre « business » et *« copinage »* n'est pas définie par des critères concrets, et dépendait de fait de l'appréciation d'André au cas par cas.

Les rapports personnels entre vendeurs et gérants qui semblaient s'écarter trop de ce qui faisait la légitimité officielle de Brokers Inc. pouvaient être sanctionnés sévèrement. Peu après mon départ de l'entreprise, Juliette était partie en vacances pendant deux semaines. Elle avait distribué ses clients parmi les vendeurs de Brokers Inc., pour qu'ils soient couverts pendant ce laps de temps, une pratique normale dans le bureau et dans la profession. Jacques me raconta quelques mois plus tard qu'il avait dû à cette occasion s'occuper d'une gérante de

[363] Comme je l'ai indiqué plus haut, cette réputation pouvait être mise en doute pour les grandes entreprises de *brokerage*, du fait de leurs multiples activités, qui pouvaient les inciter à ne pas défendre également les intérêts de tous leurs clients et les leurs propres, ce qui est appelé un « conflit d'intérêts ». Cf. par exemple, Sauviat, C., 2003, « Deux professions dans la tourmente. L'audit et l'analyse financière », *art. cit.*, Swedberg, R., 2005, « Conflicts of Interests in the US Brokerage Industry », in Knorr Cetina, K., Preda, A. (eds.), , *The sociology of financial markets*, *op. cit.*, pp. 187-203. Pour une vision du point de vue des directeurs d'entreprise, cf. Scott, S. V., Wahlsam, G., 2002, « Banking on Trust : Managing Reputation Risk in Financial Services Organizations », Working Paper, Department of Information Systems, London School of Economics and Political Science.

son âge, avec qui il avait eu alors une relation sexuelle. Celle-ci avait été découverte par hasard, alors qu'ils se promenaient en se tenant la main dans le centre de Manhattan et qu'ils ont croisé Juliette, rentrée de vacances. Ce fut un scandale dans le bureau. André dit à Jacques qu'il était très *« déçu »*. Ce dernier avait commencé à chercher un travail ailleurs, sachant que son bonus de cette année-là était fortement compromis et considérant que la tension au quotidien ne serait pas *« tolérable »* sur le long terme. Jacques avait doublement fauté. D'une part, l'établissement d'un lien trop étroit avec une cliente de Juliette pouvait être compris comme le « vol » d'une de ses sources de revenu. Par ailleurs, et de manière plus fondamentale, ce lien d'intimité pouvait faire passer la qualité de l'analyse au deuxième plan.

Ceci était en bonne partie un enjeu d'images. La relation entre Jacques et la gérante ne dura pas longtemps, mais la direction était soucieuse de faire savoir à ses employés et, à travers eux, à ses partenaires commerciaux, que ce genre de contacts n'était pas tolérable. Quelques mois plus tard, Jacques avait effectivement quitté Brokers Inc., pour devenir *partner* dans une entreprise de *brokerage* montée par un ami d'enfance, où il est encore aujourd'hui. Jacques me raconta plus tard que ses rapports avec André sont restés très tendus et qu'ils n'ont pas eu de contacts directs pendant deux ans. Ensuite, à l'initiative de Jacques, ils ont pris un café ensemble. Jacques m'expliqua qu'il voulait dissoudre la tension, garder un bon contact professionnel parce qu'*« on ne sait jamais »* et aussi remercier André, qui lui avait *« quand même tout appris »*. Il me dit : *« tu sais comment est André, il a fait le dur un peu, et puis à la fin c'était reparti, il s'est mis à déconner, raconter des blagues de cul… »*. Jacques fut effectivement « sanctionné » au moment de son dépassement des limites acceptables du rapport personnel avec une cliente, son bonus étant menacé et son futur dans Brokers Inc. compromis. Mais une fois passé l'enjeu d'image pour son employeur, le « scandale » avait disparu. Les deux vendeurs, sans rapport hiérarchique, pouvaient rétablir un rapport cordial, dans lequel il était difficile de distinguer la part du plaisir personnel et celle de l'entretien de bonnes relations avec un possible partenaire et membre d'un groupe professionnel plus ou moins restreint, ce que l'on appelle, dans la profession, comme souvent ailleurs, *« faire du réseau »*.

Les procédures de mise en rapport des gérants et des vendeurs incluaient des moments dédiés ensemble à des activités qui ne concernaient pas l'évaluation financière, mais étaient censées la rendre meilleure. Ces moments pouvaient être des « sorties » diverses, pendant lesquelles les vendeurs et les gérants partageaient des aspects de leur « personne » qui, quand *« il y a un* fit *»*, renforçaient la *« bonne entente »* entre les partenaires

commerciaux, par exemple en permettant à un gérant *« intello »* d'avoir de vendeurs *« intellos »*. Ces procédures permettaient en même temps deux relations considérées comme un danger pour la bonne évaluation financière, qu'elles risquaient de faire passer au deuxième plan dans la relation personnelle entre vendeur et gérant. D'une part, la relation risquait d'être organisée par un échange de « sorties » contre « commissions », dans lequel le gérant payait le plaisir, parfois partagé avec le vendeur, que ce dernier lui proposait. D'autre part, la *« bonne entente »* pouvait devenir une relation affective qui pouvait pousser les employés à être plus « fidèles » à leur partenaire commercial qu'à leur employeur. Les procédures qui rendaient possible l'évaluation financière personnalisée l'organisaient en une tension entre l'« information financière », la « vente » et l'« amitié ».

4) L'organisation de l'évaluation financière personnalisée en une tension dynamique entre « information financière », « vente » et « amitié »

Les acteurs agençaient différemment l'« information financière », l'« amitié » et la « vente », qui s'imposaient à eux comme composantes explicites de leurs tâches professionnelles. Ces trois éléments pouvaient, lorsqu'ils étaient poussés à certains extrêmes, s'opposer entre eux et mettre en danger la légitimité des tâches professionnelles qu'ils organisaient[364]. En dehors ce ces cas limite, ils constituaient une tension dynamique, dans

[364] Ils ressemblent en ce sens à la « confusion des valeurs » étudiée par Howard Becker pour le marché de l'art. Cf. Becker, H., 1994, « La Confusion des Valeurs », in Menger, P.-M., Passeron, J.-C., (éds.), *L'Art de la Recherche : Essais en l'honneur de Raymond Moulin*, La Documentation Française, Paris, pp. 11-28. De nombreux auteurs ont analysé les rapports commerciaux de « service » en considérant que leur spécificité était due au fait que ce qui y est échangé est produit dans le rapport commercial lui-même, contrairement par exemple à une voiture qui n'est pas produite dans la situation de sa vente. Ce qui est échangé ne peut être évalué avant l'échange, ce qui permet des définitions plus ou moins labiles (cf. Barcet, J., 1994, « Qualité et Qualification des services », in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds.), *Relations de service, marchés de services*, CNRS Editions, Paris, pp. 153-174,; de Bandt, J., Gadrey, J., 1994, « Introduction. De l'économie des services à l'économie des relations de service », in *ibid.*, pp. 11-17 ; Gadrey, J., 1994, « Relations, Contrats et Conventions de Service », in *ibid.*, pp. 123-151 et Gadrey, J., *Socio-économie des services*, Editions La Découverte, Paris, 2003, 125 p.). Dans le cas des services de « conseil » ou « informationnels », plusieurs chercheurs remarquent que la production de ce qui est échangé est de manière explicite une « co-production » entre les partenaires de l'échange (cf. de Bandt, J., 1994, « La notion de marché est-elle transposable dans le domaine des services informationnels aux entreprises? », in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds*.), Relations de service, marchés de services, op. cit.*, pp. 217-240 et Sauviat, C., 1994, « Le conseil: un « marché réseau » singulier », in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds.), *Relations de service, marchés de services, op. cit.*, pp. 241-262). Dans ces cas, les contrats qui définissent l'échange peuvent être considérés « incomplets », car ils ne définissent pas totalement ce qui est échangé ni sa valeur monétaire (cf. Eymard-Duvernay, F., 2004 (1994), « Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens », in Orléan, A. (dir.), *Analyse économique des conventions*, *op. cit.*, pp. 331-358). Il peut être alors habituel que les employés chargés de l'échange soient rémunérés avec des commissions qui dépendent de ce qu'ils ont réussi à négocier avec leur partenaire commercial (cf. Salais, R., 2004 (1994), « Incertitudes et interactions de travail : des produits aux conventions », *art. cit.*). J'ai analysé l'importance dans ce débat de l'analyse des procédures pratiques qui définissent les tâches professionnelles dans Ortiz, H., 2005, « Evaluer,

laquelle les personnes se positionnaient différemment, selon les parcours, les moments de leurs vies, et leurs rapports personnels à leurs partenaires commerciaux et aux autres employés de Brokers Inc., par exemple à travers les bonus.

Revenus, plaisirs de l'échange et rapport à la tâche professionnelle : des positions diverses dans une multiplicité limitée des possibles

Les vendeurs passaient près de douze heures par jour au bureau, généralement de 6h30 à 18h30. A midi, ils achetaient de la nourriture à emporter dans les magasins proches du bureau et mangeaient devant leur ordinateur ou à la grande table au milieu de la salle, pour ne pas être absents dans le cas où ils recevraient un appel téléphonique d'un de leurs clients. Par ailleurs, ils passaient parfois plusieurs heures de leur week-end et de leurs soirées dans des sorties diverses avec leurs clients. Dans les entretiens et les commentaires personnels que j'ai pu recueillir pendant la recherche de terrain, j'ai posé de manière systématique une question concernant la charge horaire, que je comparais à la flexibilité censée caractériser ma vie de doctorant. Ces questions donnaient lieu de manière régulière à des justifications des raisons pour lesquelles les personnes effectuaient leur travail. Ces justifications mobilisaient de manières différentes la tension qui organisait leurs tâches professionnelles.

Les diverses justifications et explications des « raisons » de leurs pratiques, dans leur multiplicité, permettent de comprendre que, si les possibles étaient limités et s'imposaient à chaque personne pour qu'elle garde son poste de travail, les manières de les pratiquer pouvaient être très différentes. Ces prises de position sont à comprendre dans la situation où elles sont réalisées, devant moi, souvent plusieurs mois après le début de mon stage, ce qui me donnait un statut ambigu, à la fois de collègue qui communique avec les autres collègues, mais aussi garant d'un certain anonymat par un contrat oral explicite passé avec chacun, et officiel dans la justification de ma présence dans le bureau par la direction. Les différences de prise de position étant multiples, je n'en présenterai que quelques éléments récurrents. Les acteurs se positionnaient différemment par rapport à l'importance du montant de leur revenu dans les choix systématiques qu'ils faisaient quant à la manière de développer leurs relations avec les gérants. Les considérations sur les salaires étaient souvent accompagnées de réflexions sur les « plaisirs » du travail, notamment dans le contenu intellectuel et affectif de la relation avec les gérants. Finalement, ces considérations s'inscrivaient souvent dans une perspective temporelle multiple, de « carrière » et de « style de vie ».

---

apprécier : les relations entre *brokers* et gérants de fonds d'investissement », *Economie rurale*, 286-287, Mars-juin, pp. 56-70.

Des sept vendeurs qui travaillaient à Brokers Inc., Cécile fut la seule à me dire que la justification principale pour se lever tous les matins et venir au bureau était la rémunération monétaire : *« moi je me coltine mes heures du matin pour un petit compte, qui est juste en face et puis, euh, pour moi c'est mon client numéro six, quoi, et je me lève tous les matins comme une nonne, là, pour venir leur dire euh, le truc. Mais, je peux pas cracher dans la soupe non plus quoi… euh…*

Moi : et comment ça marche, d'être là douze heures par jour ?...

Cécile : ben, on devient fous ! (rires) non, ben écoute, on devient, euh, on devient, euh… c'est difficile …

Moi : mais c'est un style de vie à la fin ? ça fait longtemps que tu…

Cécile : ouais, ça devient, ça devient une espèce de style de vie, quoi… c'est vrai que ça devient un peu euh, j'y pense euh, j'y pense tout le temps. Tu vois, je suis rentrée de Boston, hier, et je me disais, « bon, demain… ». Tu vois, tous les jours, tous les jours, moi je me réveille à cinq heures et quart, machin truc, et je viens ici, et j'en ai ras le bol quoi ! non mais moi je te parle là, parce que là ça va mieux, parce que j'ai eu cette coupure au mois de juillet[365]*, donc, tu vois… alors que fin juin, je suis revenue de Paris justement en sachant que j'allais repartir, j'étais nase, parce que bon, depuis le début de l'année j'ai fait des voyages en Californie, avec des boîtes euh… tu sais, se taper de dirigeants de boîte en* meeting*, euh… c'est pas pour, euh, pour euh, jouer à la victime…* […] *t'as des plus et des moins, vraiment, c'est un mic mac de plus et de moins, dans les moins aussi t'as le fait que les gens peuvent avoir la grosse tête très rapidement, etc., et donc ils sont très certains de leurs propres trucs… tu vois, moi j'ai un compte, il me dit systématiquement : « mais les boîtes françaises, c'est tous des voleurs, des amateurs, etc., les analystes français c'est pas des analystes financiers »…*

Moi : il te dit ça au téléphone ?

Cécile : ouais ouais ouais ! mais sans arrêt ! il me dit euh, c'était un analyste qui m'appelait, je sais pas quoi, il me dit : « mais cette boîte c'est de la merde, c'est un big short *! », tu vois, et il y a même pas le côté humain où le mec veut en discuter quoi ! toi t'es obligée d'écouter une connerie, d'être agressée, d'être traitée de connard en gros, mais parce que c'est un client quoi… quel est l'*input[366] *que tu peux avoir? alors ça c'est un côté très frustrant de ce métier quoi… tu oses pas trop lui dire « merde », parce que bon, ça peut quand même rapporter un peu de commissions, si un jour le compte change, ou quoi, bon,*

[365] L'entretien a eu lieu en août.
[366] *« Contribution »*

faut jamais trop fermer la porte… […] *Mais* in fine*, je crois, ce qu'il y a de plaisant euh, le côté plaisant du truc qui est chiant, parce que le truc qui est chiant, c'est, comme tu dis, on est toujours là, on est assis, puis il se passe rien. Tu peux pas être concentré sans arrêt, et puis t'as pas accès à toute l'information non plus quoi, tu vas pas te mettre à lire, bon, tu lis les notes, parce qu'il faut savoir ce que les boîtes font, parce qu'il y a des trucs nouveaux, mais c'est aussi extrêmement abstrait, tu vois, c'est pas vivant… parfois, tu comprends pas le truc qu'ils font, ce qui se passe, et tout, et tu peux pas être complètement au top non plus, et puis c'est pas ton boulot, ton boulot,* in fine*, c'est faire de la comm*[367] *! donc bon, t'as un côté chiant où c'est pas un boulot où t'as un début, un milieu et une fin, où t'es sur une mission, et tu bosses douze heures par jour, mais tu vois* in fine *t'as un résultat. Ici le résultat c'est la commission que t'as eue du client, donc il y a quand même cet aspect « carotte » tu vois, qui est là pour te… qui te rend content, etc., puis c'est vrai euh, tout le monde est là, euh, Jacques quand il a un ordre il est super content, tu vois, moi c'est pareil, tu vois, mine de rien, on peut faire la gueule pendant dix jours, et puis tout d'un coup t'as eu un ordre, et puis « haha ! » t'es euh… ça te donne un petit coup de, de, c'est aussi con que ça hein ! c'est vrai que c'est assez paradoxal… »*

Cécile remarquait parfois que les conversations avec les clients pouvaient être agréables, et qu'elle se sentait parfois membre d'une *« communauté »*, du fait qu'elle ne pouvait pas parler d'actions cotées *« avec les gens que tu croises à l'aéroport »*. Mais comme je l'ai décrit plus haut, elle considérait que les relations avec ses clients étaient frustrantes du point de vue affectif, et ce qui la rendait « contente » était le flux de commissions qu'ils lui fournissaient. Le rapport conflictuel avec les clients, notamment au début de la relation, était remarqué par Jacques, mais il le présentait comme un des plaisirs du travail. Si Cécile développait une réflexion sur le sens général de son travail et de sa vie affective, présentée comme étant en crise, Jacques se mettait en scène comme ne pouvant être atteint affectivement par son travail et jouissant de cette distance. La minoration de l'importance des flux monétaires dans le quotidien s'intégrait dans ce cadre: *« c'est un peu comme avec les filles, hein ! c'est la même chose. Tes clients, en fait, au final, quand tu réfléchis, tes clients tu les dragues, c'est pareil. Tu sens le* fit *: tu fonces ; tu sens pas le* fit *: tu recules un peu, et là tu mets moins en avant le* fit*, la sympathie, euh tout ça, euh, et t'essaies de mettre en avant des qualités de réflexion, de recherche tu vois, c'est ça, grossièrement. Mais bon, c'est quasiment comme avec les filles, quand tu sens que t'as un* fit *t'es comme une sangsue quoi,*

[367] Les commissions étaient souvent appelées *« la comm »* dans la profession.

tu lâches pas, voilà. Après moi je trouve assez intéressant ce métier parce que ça me permet de travailler sur mon humilité, parce que j'avais un peu les, j'ai toujours été un peu fier, tu vois, un truc comme ça, machin. Et là la relation est tellement déséquilibrée que ça en devient risible ! je veux dire, tu peux proposer à des mecs de venir dîner dans le meilleur restaurant de New York et ils te répondent pas, tu vois, un truc comme ça. Tu leur proposes cinq places au premier rang pour aller à l'opéra, euh : « je viens te voir à Chicago, on va à l'opéra », enfin, je le ferais jamais, mais c'est pour te donner un exemple, ils peuvent ne pas te répondre, ils en ont rien à foutre. D'abord, on peut les comprendre, parce qu'ils ont effectivement, euh, tout le monde leur propose… et puis bon tu vois, ça devient presque un jeu conceptuel d'aller au bout du truc, de, comment dirais-je, de forcer le truc à l'américaine, si un mec me dit : « j'ai pas envie de te parler, t'es un con », je trouve ça finalement très amusant de le rappeler trois jours après, tu vois, parce que c'est complètement en dehors de, de la normalité. […] moi je suis un peu tendre, je suis un peu jeune dans le métier, j'ai pas encore prouvé grand chose, je me donne trois, quatre ans pour devenir un vendeur de taille, en plus ça me permet de rester à New York, tu vois, j'aurai trente et un, trente deux ans… je me vois pas du tout être vendeur à quarante berges, même si je gagne, euh, 700 000 dollars par an, ça me sert à rien…

Moi : ça t'intéresse pas ?

Jacques : non… je peux me tromper hein, j'en sais rien, mais…

Moi : c'est pas un boulot qui te passionne ?...

Jacques : j'aime bien ce côté un peu matériel, je veux dire, c'est très pratique ici, je veux dire, t'as une idée, le client est content, grossièrement il te passe un ordre. Tu sais combien t'as fait de la journée, les sanctions sont immédiates, t'es bon ou t'es pas bon, tu le vois à la fin de la journée. Si t'as fait du chiffre, t'es bon, si t'as pas fait du chiffre, t'es un tocard. J'aime bien ça, c'est assez simple. Bon, le job lui-même, c'est pas mal, je pense quand même qu'on fait un boulot d'abrutis, dans lequel on exploite assez peu nos capacités intellectuelles, euh, ça m'arrive pas souvent de réfléchir beaucoup. C'est vrai, c'est un peu un métier de bourrins, quand même. C'est systématique, faut être méthodique, c'est pas un métier de finauds, quoi, faut arrêter de croire que trouver une idée c'est un art, tu vois, je crois pas à ça. Le seul moment où je réfléchis c'est quand je joue aux échecs…

Moi : et ça te manque ?

Jacques : oh non euh… est-ce que ça me manque ? j'aime bien réfléchir…

Moi : t'as ce côté intello…

Jacques : voilà, j'ai un peu, un côté intello fake[368] *tu vois, j'ai de vagues références culturelles, j'ai un peu lu, j'ai vu des films, je joue aux échecs, je suis un peu, j'ai une personnalité à plusieurs facettes, ce que tu veux, mais je ne suis pas du tout un intellectuel, je suis un intellectuel un peu en surface. J'aime bien ce métier hein ! mais pour l'instant je ne me vois pas le faire pendant dix ans. Mais ça va, parce que tu vois, on est quand même rien du tout quoi. Moi je trouve qu'on est, euh, j'ai quand même beaucoup de recul. Je suis un peu comme toi, mon père a plutôt bien réussi, j'ai toujours été entouré de gens assez importants, pour moi, André, c'est pas un modèle de réussite. Ok, il gagne sa vie très bien, parce qu'il a la chance de faire un métier où on gagne bien sa vie, mais c'est quoi son métier ? il a quarante berges et il gère douze pitres à New York. Je veux dire, sur le papier, il est beaucoup moins important que n'importe quel gestionnaire de filiale de Danone ! il gère quatorze abrutis, et il gagne bien sa vie, parce que c'est un métier où il y a de l'argent… bon il gagne bien sa vie, mais on est pas grand-chose, on est une bande de tocards, moi je pense pas qu'il ait bien réussi* […] *personne me croit, mais moi je me fous à peu près de l'argent. Soit t'es milliardaire, soit tu vis bien. Moi je vis bien, après que je gagne dans trois ans deux cent mille dollars ou trois cent, bon… ça va rien changer à mon bonheur tu vois* […] *moi je fais pas ça pour l'argent, je fais ça pour être le meilleur. Ça a l'air con, comme ça, mais je fais ça parce que c'est comme au football. Je fais ça pour me dire : « les enculés avec qui je travaille, surtout à Paris, je vais tous les battre », je veux être le plus gros, quoi. C'est ça que je me dis. Pour moi c'est comme du sport. C'est comme quand je fais un tennis, ou un ping-pong, ou une partie d'échecs, que je veux gagner, pour moi c'est ça. Après l'argent, ça a vraiment l'air d'être du flan, mais l'argent, concrétisation, c'est pratique, j'en filerai à mes parents, j'achèterai une voiture, des trucs comme ça… De toutes façons, je vais pas être milliardaire, dans ce métier, on est pas milliardaire. On gagne très bien sa vie.* […] *quand je parle de 300 000 dollars par an, t'as cinquante pourcent d'impôts dessus, tu te retrouves avec 400 000 francs d'économies, tu t'arrêtes pas avec ça, tu vis bien, c'est tout. Et moi, je m'en fous de vivre bien, je me suis embourgeoisé, je me suis acheté des horloges pour jouer aux échecs, j'ai une belle montre, des trucs, mais j'ai pas de gros besoins. Je m'en fous, je m'en fous de rouler en Porsche, tu l'as vu mon appart ?*

Moi : non…

[368] « Faux ».

Jacques : il casse pas des briques[369]*, je suis plutôt presque austère tu vois… j'ai pas envie de vivre la grande vie ».*

Comme Cécile, Jacques remarquait que sa relation avec ses clients était marquée par un rapport de forces dans lequel il essayait de recevoir des flux monétaires aussi élevés que possible. Les rapports affectifs, les « amitiés » de long terme étaient absentes, non seulement par le fait que ces deux vendeurs n'avaient pas de longues années dans la profession derrière eux, mais aussi dans le futur possible qu'ils en décrivaient. Mais contrairement à Cécile, Jacques inscrivait l'importance des flux monétaires dans un rapport à l'argent marqué par un « recul » qu'il liait a ses origines sociales. Il inscrivait son attachement à la génération de flux monétaires dans une compétitivité qui lui donnait un sens autre, celui du « sport », de la « drague », de la compétition. Cette prise de position est bien sûr à comprendre dans le rapport amical que Jacques entretenait avec moi, en nous comparant dans notre rapport au fait d'être *« intellectuel »*, de ne pas être impressionnés par l'argent, et dans les rapports à la compétitivité et à la masculinité. Pendant mon stage à Brokers Inc., j'avais construit un personnage dans lequel je réussissais à me retrouver sans trop de difficultés, même s'il occultait de nombreux aspects de ma vie. Il comprenait le fait d'être issu d'une famille avec un patrimoine confortable, et d'avoir *« choisi »* de poursuivre des activités intellectuelles en faisant une thèse en sciences sociales, n'ayant ni besoin ni envie d'*« entrer dans le* business *»* et de gagner beaucoup d'argent. Les citations de cet entretien ne visent pas à détecter une identité plus ou moins stable de Jacques, mais à comprendre, dans sa différence avec celui de Cécile, comment l'aspect de « vente » des procédures d'évaluation financière, qui organisait les longues heures de travail des personnes observées, pouvait donner lieu à des positions très différentes. Cet aspect était par contre délaissé par André et Juliette, au profit du *« plaisir »* de la *« réflexion »* et de l'échange avec des gens *« intéressants »* qui peuvent devenir des *« amis »*.

Pendant mon entretien avec Juliette, lorsque je lui ai dit que je trouvais *« dur »* de travailler douze heures par jour dans un bureau, elle me répondit : *« oui, non, c'est vrai ! ce qui est bien, c'est que tous les jours c'est nouveau, tu sais pas ce qui va t'arriver. T'arrives le matin, tous les jours, c'est ça. C'est intellectuellement stimulant parce que tous les jours tu dois essayer de trouver un truc intelligent à dire. Et tu dois faire mieux que les autres. Faut aimer ce genre de jeu, si tu veux, faut aimer ce genre de stimulation intellectuelle. Mais moi*

[369] Par la suite, j'ai pu voir son deux pièces de 35 mètres carrés situé dans la « zone étudiante » du East Village. Le loyer devait se situer dans les 1500 dollars par mois, c'est-à-dire bien en deçà de ce que le salaire de Jacques lui permettait de payer.

je trouve ça, ça me… même après douze ans, même après ce que tu veux, c'est jamais la même chose. Le problème c'est que c'est pas parce que tu l'as vu une fois que ça va se répéter, l'histoire ne se répète jamais. Donc c'est, t'es tout le temps en te disant : « est-ce que je vais avoir raison ou pas ? ». Tu vois, euh, tu te prends des claques facilement, donc t'es tout le temps en train de te mettre en doute, en question. Et puis tu travailles avec des gens qui sont intelligents. C'est-à-dire mes clients, j'estime que c'est des gens, enfin, je les respecte énormément, c'est des gens intelligents, qui ont des raisonnements intéressants… donc c'est bien ! Et puis t'as une certaine vue globale, sur ce qui se passe dans le monde, tu dois l'analyser, dire ce que t'en penses. Donc je veux dire, ça n'arrête pas, tu vois, c'est tellement énorme comme truc que tu peux toujours trouver quelque chose de nouveau et des trucs comme ça… ». Contrairement à Cécile, Juliette ne s'est plaint à aucun moment de l'entretien du temps passé ou des tensions avec ses clients, dont on a vu que certains étaient des « amis » avec qui elle avait des rapports en dehors de la relation professionnelle. Son insistance sur les aspects « positifs » du travail se concentrait sur son aspect intellectuel, notamment dans l'interaction avec les gérants. Le plaisir était celui de l'échange avec des personnes particulières, « intelligentes », « intéressantes ». Juliette, *partner* de l'entreprise, était dans une position proche de celle de directeur, même si officiellement les décisions étaient prises par André. Ceci permet de comprendre qu'elle n'ait développé à aucun moment, pendant deux heures d'entretien, une argumentation critique sur la profession en général et à Brokers Inc. en particulier. Par ailleurs, contrairement à Cécile, et comme la femme d'André, Juliette était enceinte au moment de l'entretien[370], et affichait volontiers une certaine satisfaction concernant ses rapports affectifs, ses activités culturelles, ses loisirs et son bien-être matériel à New York. Si Cécile m'avait dit qu'elle voyait son entretien avec moi comme *« une séance de psychanalyse gratuite »*, Juliette m'avait simplement dit qu'elle n'avait *« aucun problème »* à répondre à mes questions. Les « plaisirs » du travail qu'elle décrivait étaient proches de ce qui était censé légitimer sa profession, c'est-à-dire l'échange d'interprétations sur la valeur des actions dans un dialogue personnel avec les clients.

Les possibles des tâches professionnelles des vendeurs restaient limités, dans leurs procédures et les justifications et légitimations qu'elles pouvaient avoir. Mais à partir de cette limitation, une multiplicité de positions était possible, qui impliquait les parcours personnels et leur mobilisation dans des situations concrètes, par exemple lors d'un entretien avec moi.

[370] Sa grossesse n'avait que quelques mois et ne se « voyait » pas. Quand je lui ait demandé si elle voulait avoir des enfants, elle me dit que non, très probablement pour retarder l'annonce dans le bureau le plus possible. Je ne l'ai appris que plus tard, lorsque j'avais quitté Brokers Inc.

Probablement, les personnes interviewées auraient avancé des arguments très différents dans des échanges avec quelqu'un d'autre, tout en mobilisant leur parcours personnel et la « sincérité » de la parole. Mais ces entretiens permettent d'observer la multiplicité limitée qui organisait les positions possibles à partir des règles officielles qui définissaient les tâches professionnelles de l'évaluation financière. Cette multiplicité limitée concernait la définition des procédures comme un échange d'information, entre la « vente » et l'« amitié », à partir d'une personnalisation de l'analyse financière en fonction de la position de pouvoir détenue par le gérant vis-à-vis du vendeur. Parmi les différentes procédures et manières de les définir, les acteurs pouvaient se positionner différemment, en mobilisant leur rapport au genre, à l'argent, à l'âge, et en développant selon des cas des compréhensions de leur situation actuelle à partir d'un parcours professionnel et affectif de plus ou moins long terme.

Les différentes composantes de la relation entre gérant et vendeur, l'analyse financière, la vente et l'amitié, sont constamment présentes pour chaque acteur. Leur tension potentielle était considérée comme dynamique par André dans la manière dont il présentait son rôle de dirigeant de l'entreprise.

Une tension dynamique

La tension entre l'échange d'information financière et la « vente », qu'on voit dans les entretiens avec Jacques et Cécile, se retrouvait dans la réponse d'André à ma question sur la charge horaire et les plaisirs et déplaisirs du travail. Sa réponse, proche d'une justification officielle de son parcours personnel et de sa position de pouvoir au sein de l'entreprise, intégrait les tensions décrites par Cécile et Jacques à la légitimité de la profession présentée par Juliette, et les distribuait selon une *« pression »* qu'il considérait comme *« saine »*. Il m'a dit, dans une conversation courte pendant les heures de travail, que nous avions fait des choix de vie différents, tout en insistant sur le fait qu'il ne considérait pas que le mien était pire que le sien. Depuis dix-sept ans, il se levait à cinq heures du matin, et passait près de douze heures par jour au bureau, c'est-à-dire *« plus qu'avec [sa] famille »*, même si étant donnés ses revenus depuis plusieurs années et son patrimoine en tant que *partner*, il n'avait *« plus besoin de travailler pour vivre »*. S'il continuait à travailler, c'était parce qu'il « aimait » son travail, à la fois de vendeur et de gérant de Brokers Inc. En entretien, il présentait ce plaisir du travail, qui devait passer avant le plaisir de la rémunération, comme une éthique personnelle, qu'il avait réussi à créer dans l'entreprise qu'il dirigeait : *« j'ai un job un petit peu atypique parce que, ce que j'aime bien faire c'est de vendre des idées, et ce que j'aime bien faire, c'est de le faire à ma manière, avec des règles éprouvées, que j'ai moi-même éprouvées, et je pense que*

c'est les bonnes et quand je regarde le track record[371]*, ça va…* […] *Dans ce métier,* it's a people business[372]*, donc l'idée c'est que s'il y a des* fit *entre les gens, ça va très bien. Mais la nature humaine est ainsi faite qu'avec quelqu'un avec qui t'auras pas de* fit*, t'auras pas forcément envie d'échanger quoi que ce soit, que ce soit un client, que ce soit un collègue. Donc moi ici j'ai la chance de travailler avec des gens que j'ai choisis personnellement, donc le courant passe plutôt bien, ça pourrait être différent…* […] *c'est un métier très intéressant, où il y a beaucoup de trous du cul, mais ça reste quand même, dans les métiers de bureau, un des trucs qu'on fait de mieux, je veux dire, on vend de l'information qui change tous les jours, c'est quand même plus agréable que de vendre du poulet dans un supermarché. Euh, les interlocuteurs sont des gens intéressants, le produit lui-même est quelque chose d'intéressant, parce qu'il y a combien de produits, je veux dire, la nature du produit et le prix du produit changent tous les jours, donc je veux dire, c'est un métier où il faut être à vif, faut être agile, il faut avoir l'esprit… faut avoir l'esprit à ça, c'est un métier intéressant, c'est-à-dire qu'on apprend quelque chose tous les jours. Ça c'est le premier truc. Le deuxième truc c'est qu'on a la chance d'avoir des clients qui sont intéressants, intelligents et très* demanding[373]*. Alors pareil, ça, ça te colle une pression euh, une pression consistante, mais qui est à mon avis très saine, parce qu'on est plutôt bien payés pour faire ce qu'on fait. Trois : euh… ben l'avantage de ce métier, c'est que ça apprend des trucs hein ! ça apprend l'humilité, parce que des stocks qui baissent, on en a tous quelques-uns* […] *La plupart des gens que j'ai engagés ici c'est des gens que j'ai engagés pour une raison et une seule, c'est que j'aimais leur personnalité* […] *Ce que j'ai essayé de faire… ici,… c'est de faire en sorte que les gens travaillent pas forcément pour de l'argent, c'est-à-dire que… le pognon soit pas la fin en soi, mais la conséquence. Ils font bien leur boulot, ils sont malins, ils le font mieux, ils gagnent de l'argent, ça me paraît logique…*

Moi : mais qu'ils ne travaillent pas pour l'argent, ça veut dire…

André : ben que ce ne soit pas la motivation, c'est-à-dire que moi des gens qui veulent gagner de l'argent, j'en connais beaucoup. Des gens qui viennent nous voir en cherchant du travail en disant qu'ils veulent gagner de l'argent, c'est des gens qui m'ont jamais intéressé…

Moi : donc c'est quoi, c'est des gens qui doivent aimer ce qu'ils font, ou…

[371] « Relevé des performances passées ».
[372] « C'est une relation commerciale basée sur les relations personnelles ».
[373] « Exigeant ».

André : c'est des gens qui sont intéressés par ce qu'ils font, ont vocation à le faire bien, et ont vocation à être un peu entreprenants. Moi, tous les gens que j'ai ici, on a au moins tous ça en commun…

Moi : mais l'argent aussi…

André : ouais d'accord, mais c'est la conséquence, moi c'est ce que je leur ai expliqué : « tu fais ça uniquement pour du pognon, change de métier, c'est pas la peine ». Par contre ce que je leur ai dit, c'est un truc qui est simple, tu vois ce que je veux dire : « si tu fais bien ce que tu fais, ça se traduira d'une manière ou d'une autre dans tes comptes, et tu seras, tu seras, comment ça s'appelle, compensé de cette manière-là ».[…]

Moi : passer douze heures au bureau, maintenant que t'as un enfant, est-ce que ça ne pose pas un problème dans la vie, c'est un choix ?...

André : c'est la même chose, tu vois, il y a des choix à faire mais, pareil, tu vois, ce métier-là on le fait à cent pourcent ou on ne le fait pas. Moi je… non mais, après, ça, c'est simplement des questions personnelles, moi je pense que si on fait quelque chose, il faut le faire bien, sinon il faut pas le faire euh… et ça depuis que je dois avoir cinq ans donc, si je travaille dans ce métier à mi-temps, je sais que ça ne marcherait pas, donc il faudrait mieux que je ne le fasse pas, donc pour le moment, ça va…

Moi : et c'est un métier qui demande douze heures par jour ?

André : ben oui. Mais bon, l'avantage, tu vois, c'est que j'ai toujours pas l'impression, ça fait longtemps que je le fais, j'ai toujours pas l'impression de passer douze heures par jour au boulot. Si tu veux, un boulot où tu pars du postulat que t'as pas l'impression que c'est un boulot, donc que c'est un truc assez intéressant qui te permet de gagner ta vie correctement, il y a pas de problème […] *pour moi c'est le seul conseil que je peux filer aux étudiants, c'est : « faites ce que vous avez envie de faire, indépendamment du pognon que vous pouvez gagner », un truc comme ça. Je pense qu'il y a pas de sot métier, je pense que pour, dans n'importe quel boulot, il faut un : aimer ce que l'on fait, deux : être fier de le faire, et trois : bien le faire. Et je pense que ça c'est le succès professionnel, qui est à la portée de tous, hein ! ».*

Les prises de position d'André en entretien intégraient dans une seule narration son parcours personnel, présenté comme un « succès », et son approche du rapport au travail, en tant que vendeur et en tant que gérant de Brokers Inc. Le plaisir, la fierté et la qualité du travail étaient érigés en valeurs supérieures au revenu monétaire, dans un contexte qu'André qualifiait néanmoins de difficile étant donné la *« pression conséquente »* vécue par les vendeurs. Le plaisir du travail était défini notamment en relation avec son contenu

intellectuel, les clients étant « intelligents », « intéressants », et la relation avec eux permettant d'*« apprendre quelque chose tous les jours »*. On peut soupçonner André, en tant que gérant de Brokers Inc., de faire attention à ne dire que quelque chose qui aurait pu être répété devant ses employés, malgré le contrat d'anonymat que j'avais passé avec lui. La consistance de son discours semble répondre à un souci de justifier sa position de pouvoir et les règles qu'il a imposées à ses employés, notamment en termes de « pression » et de « traduction» du travail en bonus, décidé par lui seul sans appel. Il répondait néanmoins en miroir aux critiques avancées par Cécile et Jacques sur l'aspect « intéressant », « intellectuel » ou pas de l'échange avec les clients, et son lien avec la rémunération qu'en percevaient les vendeurs.

Les remarques de Cécile, Jacques et Juliette concernant les difficultés ou les plaisirs de leur quotidien étaient aussi des prises de position dans leurs différents rapports avec André, dont dépendait en bonne partie leur légitimité à leur poste de travail. Le *« recul »* affiché par Jacques en entretien quant à la définition même de la « qualité » du travail, et à l'importance de sa traduction en revenu monétaire, peut être compris comme une manière d'affirmer son indépendance par rapport au pouvoir de décision, et de « traduction », d'André. De même, Cécile considérait comme un ensemble la violence du rapport avec certains de ses clients et l'optimisme affiché d'André, qui ne laissait pas de place pour qu'elle vive son mal-être sur le lieu de travail, dans lequel elle passait la plus grande partie de la journée. Son insistance sur les difficultés du travail était une réponse à un discours officiel sur l'intérêt et les plaisirs intellectuels qu'il était censé procurer. Par contre, Jacques et Cécile ont des approches différentes de l'aspect presque ludique de la « séduction », mis en avant par Juliette. Cette dernière, proche d'André, et capable de mieux négocier son bonus avec lui, du fait de son amitié de longue date et de son statut de *partner*, prenait de fait le plus souvent son parti lorsqu'il y avait des tensions avec les employés.

Dans tous ces entretiens, lorsque les employés parlent des plaisirs et déplaisirs de leur travail par rapport à la « vente », l'évaluation financière et les rapports personnels et affectifs avec les clients, on peut entendre, entre autres, un positionnement par rapport à ce qui fait leur légitimité dans l'accomplissement de leurs tâches professionnelles. Cette légitimité lie la qualité de l'analyse à la stabilisation de flux monétaires conséquents. La reconnaissance de la place de chacun par rapport à cette légitimité se faisait régulièrement, de plusieurs manières. Tous les mois, sur la grande table, circulait un document avec les détails des commissions fournies par chaque client, que chacun pouvait regarder pour se comparer, et qui donnait lieu à des discussions de groupe et des commentaires plus ou moins ironiques, enthousiastes ou préoccupés. Par ailleurs, les vendeurs commentaient souvent, ouvertement

ou à demi-mot lors des pauses « café » ou quand on sortait acheter le déjeuner, les « styles » de leurs collègues et la qualité de leurs analyses. Les grandes tirades de Jeremy suscitaient des remarques qui pouvaient être ironiques sur le volume de sa voix et sur le fait qu'il s'agissait d'une argumentation trop éloignée de chaque entreprise en particulier, mais qui étaient souvent admiratives de leur originalité et leur cohérence. Les montants des flux fournis par les gérants, et les bonus de vendeurs, étaient censés refléter plus ou moins fidèlement ou justement cette légitimité, qui se renégociait dans des interactions quotidiennes dans lesquelles les acteurs mobilisaient aussi leurs parcours, leurs perspectives futures, et les possibles multiples et limités de leur « personnalité ».

La tension pouvait être silencieuse, comme dans le cas de Cécile, qui interagissait peu avec les autres employés de Brokers Inc., et dont beaucoup remarquaient, lorsqu'elle n'était pas là, qu'elle était *« en dépression »*. Alors que la plupart des employés avaient quelques personnes « proches » dans le bureau, avec qui ils allaient acheter le déjeuner, voire sortaient en dehors des horaires de bureau, Cécile avait une relation cordiale et distante avec tous. Elle mangeait souvent seule à midi, et partageait rarement son café avec quelqu'un lorsqu'elle faisait une pause. Le flux de commissions fourni par ses clients n'était pas considéré comme mauvais, mais certains remarquaient qu'elle avait du mal *« à décoller »*, c'est-à-dire à s'orienter vers les niveaux atteints par Juliette et André. De nombreuses personnes considéraient qu'elle risquait de quitter son poste bientôt, non pas parce qu'elle ne satisfaisait pas aux critères d'André, mais parce qu'elle ne semblait pas pouvoir supporter son travail beaucoup plus longtemps.

La tension pouvait aussi être ouverte et éclatante. Un midi, la plupart des vendeurs, les trois *traders* ayant des clients aux Etats-Unis et quelques analystes se trouvaient autour de la table et commentaient les commissions payées par chaque client. Certains faisaient des remarques ironiques sur le fait que Jacques ne faisait pas encore beaucoup de commissions par rapport à ses collègues. Jacques entretenait des relations cordiales avec tous les employés, et amicales avec certains d'entre eux. Il était particulièrement proche d'un *trader*, Luke, avec qui il travaillait en équipe, et qui lui fit remarquer que le plus bas montant de commissions fourni par un client depuis le début de l'année, 36 dollars US, lui correspondait, en disant : *« encore merci d'être venu ! »*. Jacques répondait aux commentaires par des blagues se moquant de lui-même, et la conversation était fluide. Un peu plus tard dans l'après-midi, dans une atmosphère calme, Juliette continua à faire des remarques, et Luke, qui avait l'habitude de faire des blagues agressives, se joignit à elle, avec des commentaires sur le fait que si Jacques continuait comme ça, il pourrait plutôt s'*« occuper de la machine à café »*. Jacques se

leva de son bureau et commença à crier, au milieu de la salle, qu'il en avait *« marre »*, qu'il était *« jeune »*, avait *« quand même réussi à générer assez de commissions en un an »* et que s'ils continuaient à lui *« mettre la pression »* dans ces termes, il allait *« présenter sa démission »*. Lorsque Luke, ancien soldat pendant six ans et âgé de 34 ans, se leva pour essayer de le calmer, Jacques commença à faire un geste avec les bras comme s'il passait un balai et lui cria : *« et toi ! toi tu balayais où quand t'avais 27 ans ?! »* en insistant sur le fait que ce qu'il avait accompli jusque-là était suffisamment respectable pour ne pas mériter ce qu'il subissait. Il sortit du bureau en claquant la porte et ne revint pas pendant plusieurs heures. Juliette dit alors à André, qui avait été présent pendant la scène, mais était resté silencieux : *« il est sanguin le petit ! je ne pensais pas qu'il le prendrait comme ça ! »*. Comme pour se justifier, elle remarqua qu'elle ne voulait pas le pousser à cet extrême. André dit que ce n'était *« pas grave »*, et fit des remarques sur le fait qu'il était plutôt favorablement impressionné par la puissance de la réaction. Par la suite, Jacques s'excusa sur la forme, mais il n'y eut plus de blagues sur le montant de ses commissions, un silence qui fut aidé par le fait que ces dernières commençaient enfin à augmenter de manière consistante.

La remarque de Jacques à Luke était en partie adressée à André et Juliette, comme une manière de leur rappeler qu'il était arrivé depuis peu dans l'entreprise et qu'il avait ouvert de nombreux comptes, dont bénéficiait aussi Luke, avec qui il travaillait en équipe. Jacques visait aussi Luke, *trader* depuis quatre ans à Brokers Inc., dont les revenus étaient plus élevés que les siens, même s'il pouvait espérer le dépasser dans le futur. Leur amitié et leur tension étaient organisées par la distribution hiérarchisée des tâches des vendeurs, des *traders* et des analystes dans l'entreprise, selon la place de chaque profession dans la « génération » de commissions dans les rapports commerciaux, ainsi que des imaginaires concernant les spécificités des différentes pratiques évaluatives.

La position centrale des vendeurs, et leur légitimité dans la constitution du rapport personnel avec les gérants, était contestée par les *traders* et les analystes. Les vendeurs définissaient leur place personnelle à Brokers Inc. dans leur positionnement par rapport à l'évaluation personnalisée fournie aux gérants, dans une tension entre « information financière », « vente » et « amitié ». Cette tension était organisée à travers des tâches professionnelles dont la description officielle mobilisait les concepts qui légitimaient l'ontologie de la valeur actionnariale, c'est-à-dire les différentes approches de l'évaluation et sa réalisation à partir du point de vue « personnel » d'un investisseur théoriquement libre. Les *traders* insistaient sur l'importance de la « vente » et du rapport personnel dans la génération

de commissions et les analystes fustigeaient une analyse peu respectueuse des « fondamentaux » pour justifier leur place marginale.

La figure de l'investisseur libre évaluateur et les concepts qui définissent ce qu'il a à évaluer étaient distribués dans des tâches explicites, que les acteurs mobilisaient différemment selon leurs positions dans l'organisation et avec les clients. A l'époque de mes observations, ces rapports étaient en transformation, du fait de changements dans les pratiques des entreprises de gestion, qui touchaient la finance de manière très large. Pour comprendre la distribution hiérarchisée des différentes manières d'évaluer à Brokers Inc., il faut la mettre en rapport avec ces évolutions. J'analyserai donc les pratiques évaluatives des gérants dans le chapitre suivant, avant de revenir sur l'ensemble des pratiques évaluatives à Brokers Inc.

F) L'évaluation par les gérants de fonds entre « personnalité » et « marché »

Les employés de Brokers Inc. évaluaient des actions conjointement avec leurs partenaires commerciaux, des employés d'entreprises de gestion de fonds pour tiers. Je n'ai pas pu observer les pratiques de ces derniers à New York, mais j'ai eu accès à la liste des clients de Brokers Inc. J'ai pu aussi remarquer que la description de leurs partenaires par les personnes observées aux Etats-Unis correspondait fortement à la description de leur propre quotidien professionnel par des gérants de fonds à Paris et à Londres. Ces ressemblances concernaient l'organisation du travail, la distinction des tâches professionnelles et des hiérarchies, et les imaginaires concernant la définition de la valeur financière des actions cotées[374]. Les analyses des employés de Brokers Inc. concernaient à chaque fois une entreprise cotée particulière, et son contexte économique et boursier. Du point de vue des gérants, ces analyses s'intègrent dans une vision d'ensemble de l'investissement financier, avec un nombre élevé de compagnies cotées, généralement entre cinquante et soixante. L'approche de la valeur de chaque entreprise cotée à partir de l'ontologie de la valeur actionnariale est intégrée dans l'investissement dans un « marché », dans lequel l'« information » à une place fondamentale.

Comme pour les analystes, les méthodes d'évaluation du point de vue des théories de la gestion de portefeuilles d'investissement sont stabilisées dans des manuels, et certains de leurs concepteurs ont reçu des prix Nobel pour leurs recherches. Les gérants intègrent l'évaluation à partir de l'ontologie de la valeur actionnariale dans les différentes approches disponibles de la compréhension des actions comme appartenant à un *« marché »* ou *« univers d'investissement »*. Du point de vue de leurs méthodes évaluatives, ils se situent entre deux extrêmes. D'une part, les prix réels des actions cotées sont considérés comme le reflet de

[374] Les gérants de fonds d'investissement semblent avoir été très peu étudiés en sciences sociales. Une des rares études est O'Barr, W. M., Conley, J. M., 1992, « Managing Relationships : The Culture of Institutional Investing », *Financial Analysts Journal*, September/October, pp. 21-27. Les auteurs se déclarent étonnés du fait que les pratiques des gérants ne sont pas organisées par la rationalité maximisatrice, mais par des enjeux organisationnelles comme les rapports de pouvoir dans les entreprises et les stratégies personnelles des personnes dans le milieu professionnel. La « rationalité » des méthodes d'investissement et d'évaluation est considérée comme se décrivant elle-même, est n'est pas prise comme objet. Vercher, C., Brabet, J. et Benchemam, F., font une liste des règles pratiques de l'investissement, qui recoupe en partie celles que je décrit ici, dans 2004, « De l'évaluation des analystes et des gérants à l'évaluation des actifs », Communication au XVème congrès annuel de l'AGRH – Université de Québec à Montréal, Septembre. Leur analyse du contenu concret de l'évaluation est néanmoins orientée à détecter des « effets pervers » et des « biais », ce qui semble indiquer qu'ils mobilisent une notion d'évaluation « juste » qu'ils ne prennent pas pour objet.

l'information détenue par tous les acteurs. Dans ce cas, il est considéré que chaque acteur individuel ne peut avoir de données plus « justes » ou « vraies » que celles reflétées par ces prix, et la meilleure évaluation ne peut donner comme résultat que le prix réel de l'action cotée. A l'autre extrême, les prix réels sont considérés comme reflétant les mauvaises interprétations et analyses de certains acteurs, qui seront « corrigées » dans le futur, et le travail du gérant consiste à effectuer une évaluation plus juste du prix théorique de chaque action, qui n'est pas reflété par le prix coté (1).

Les positions possibles entre ces deux extrêmes théoriques se retrouvent dans des organisations de l'investissement très différentes, dans lesquelles les gérants développent des compréhension différentes de leur quotidien professionnel. On pouvait retrouver cette hétérogénéité parmi les près de deux cent clients de Brokers Inc. Les différences organisationnelles concernent les termes qui lient les entreprises de gestion aux clients qui leur confient des fonds et la distribution des hiérarchies au sein de chaque entreprise. Ceci était en rapport avec la part plus ou moins importante jouée par la « personnalité » du gérant dans l'évaluation. Pendant mes recherches, à Paris, New York et Londres, les acteurs remarquaient tous une même tendance dans la distribution des possibles pour les gérants. D'une part, on assistait à ce qui était souvent nommé une « industrialisation » de la gestion dite *« classique »*, dans laquelle la part personnelle de chaque gérant avait une importance décroissante. Ceci était notamment le cas des gérants employés par les plus grandes entreprises financières internationales. Dans ces institutions, parfois des dizaines de gérants se spécialisent dans différents secteurs, et chaque gérant a entre cinq cent millions et un milliard de dollars sous gestion, qu'il investit selon des règles explicites qui concernent l'ensemble de l'équipe dans laquelle il est intégré. Ce processus, dit d'*« industrialisation »*, pouvait atteindre l'extrême dans lequel la personne du gérant était remplacée par un logiciel qui passait des ordres d'achat et de vente. A l'extrême opposé, se développaient de petites structures, comme les *hedge funds*, parfois intégrées dans les grandes entreprises, et dans lesquelles chaque gérant contrôlait de manière personnelle ses règles de gestion, dite *« alternative »*, et sa manière de définir la valeur. Cette évolution était perçue comme menaçante par les vendeurs, dont on a vu que le travail reposait sur la personnalisation de l'évaluation financière dans leur rapport exclusif avec les gérants. (2)

1) La valeur des actions entre la personnalité évaluatrice et l'« efficience des marchés »

Les théories évaluatives utilisées par les gérants de fonds, comme les clients de Brokers Inc., se distribuent entre deux approches extrêmes de la valeur des actions cotées. D'une part, cette valeur est définie par la mobilisation de l'ontologie de la valeur actionnariale par le gérant, qui utilise dans ce but toute l'information dont il dispose sur chaque compagnie cotée. D'autre part, le prix réel d'une action à un moment donné est considéré comme la meilleur évaluation possible de l'action avec l'information disponible, et le gérant ne peut, tout seul, arriver à une évaluation plus juste, qui contredirait ce prix.

L'évaluation personnelle du gérant : le rapport entre une personnalité et un objet de valeur

Comme je l'ai décrit plus haut, selon l'ontologie de la valeur actionnariale et la philosophie morale dans laquelle elle s'inscrit, la valeur ne peut être définie que du point de vue d'un sujet qui se réalise comme libre dans l'acte d'évaluation. L'importance de la « personne » dans la relation entre gérants et vendeurs correspond à cette conceptualisation de la valeur et est légitimée par elle. Dans ses rapports avec les vendeurs, l'« histoire », ou l'« idée » était celle considérée par une personne spécifique, le gérant, à partir de son dialogue avec les différents vendeurs, son utilisation des analyses produites par des analystes *buy side* et *sell side*, et d'autres informations quotidiennes, fournies par la presse spécialisée ou grand public, par exemple. Les vendeurs disaient volontiers qu'ils pouvaient influencer leurs clients avec des idées et que cette influence, dans les cas où elle avait donné de bons résultats, était rarement reconnue. Cette description du rapport d'influences laissait, au centre de la décision, la capacité évaluative personnelle du gérant. L'application de l'ontologie de la valeur actionnariale par les gérants les situe officiellement au centre du dispositif d'évaluation, du fait qu'ils ont la *responsabilité personnelle* de décider d'acheter ou de vendre des actions, en fonction de la manière dont ils les évaluent.

Les différents gérants que j'ai pu rencontrer insistaient tous sur ce point[375]. Jacob, proche de la quarantaine et avec plus de quinze ans d'expérience, me disait, de son rapport avec les vendeurs : *« en général, je suis plutôt moteur, j'ai toujours été moteur, ça veut dire que j'attends pas qu'il me dise pour acheter. En fait je vérifie, je confirme mes informations avec lui, je discute avec son analyste pour voir si, peut-être il y a quelque chose que je n'ai*

[375] Cf. Aaron, C., Bilon, I., Galanti, S., Tadjeddine, Y., 2004, « Les styles des gérants d'OPCVM Actions France en 2003 », Working Paper, SAMOS, Université de Paris I et FORUM, Université de Paris X. Dans une recherche menée par questionnaire, il ressort une tendance forte des gérants à mettre en avant l'importance de leur choix « personnel » dans les décisions d'investissement.

pas vu, parce que l'analyste est pas mal plus près de la boîte que moi, mais je suis toujours moteur…

Moi : c'est-à-dire ?

Jacob : l'idée vient de moi, elle vient jamais de lui […] *moi je pars du principe que je suis le gérant, donc euh… donc c'est moi qui appuie le bouton. Quand je dis « j'achète », c'est ma décision. Le type, il peut dire ce qu'il veut, c'est moi qui appuie le bouton. Donc lui, il est dédouané. »*

Carla, ancienne gérante de fonds et responsable d'une équipe de gérants à La Compagnie, à la retraite depuis un an en 2003, me disait: *« les gérants, ce sont des gens très individualistes, avec une forte personnalité. Donc si quelqu'un arrive en disant « tu dois faire ça ! », ça ne marche pas !* […] *un gérant est intéressé par son fonds, il s'en fout assez de… en plus, il se suffit à lui-même. Il peut écouter, mais euh… oui, il peut écouter, discuter, etc., mais probablement,* in fine*, il ne tient qu'à sa propre opinion »*.

L'importance de la personne du gérant dans l'évaluation était censée définir en partie ses tâches professionnelles. Pour Paul : *« on achète quelque chose, ça commence par baisser, ça baisse tellement qu'on finit par se dire : « ah, je n'en peux plus, je ne supporte plus ». C'est-à-dire qu'on sent physiquement, notamment quand on est passionné, dans sa chair, que ça nous fait mal, et c'est souvent le moment où il faut pas craquer »*. Lors de mon stage, à New York, Jacques à un moment avait oublié d'avertir Andreas qu'un des gros actionnaires d'une entreprise qu'il détenait allait vendre une partie de ses actions, en raison de dispositions légales qui lui permettaient de le faire à cette date précise. Cette vente précipita une chute du cours pendant quelques jours. Andreas appela Jacques pour l'insulter parce qu'il ne l'avait pas prévenu. Il m'expliqua par la suite qu'il n'en voulait pas tellement à Jacques, mais qu'il avait voulu *« qu'il sente comme moi, la douleur dans le corps lorsque le prix baisse »*.

L'appel à des images sur la « douleur dans le corps », qui peuvent être comprises comme des mises en scène de soi et de sa « passion », s'inscrivait dans la description officielle de la tâche professionnelle du gérant, qui pouvait arriver à « incarner » la personnalité évaluatrice, qui, comme je l'ai montré plus haut, organise et légitime la notion de valeur elle-même. Cependant, la « personnalité évaluatrice » s'inscrivait dans une compréhension théorique de l'investissement qui en diminue la portée, parfois fortement.

La valeur des actions définie par l'« efficience des marchés »

Les actes d'investissement (achat et vente) sont censés dépendre des convictions et interprétations personnelles du gérant sur la valeur. Pourtant, les modèles théoriques de

l'investissement utilisés par les gérants intègrent d'autres considérations sur la valeur, qui « limitent » ce rapport de liberté évaluatrice.

L'investissement financier, comme on peut le voir décrit dans des manuels de gestion de fonds, intègre des raisonnements qui ont été formalisés par des économistes universitaires et ont valu à certains de leurs auteurs de prix Nobel[376]. Ces raisonnements partent de l'idée qu'il est en fait très difficile, voire impossible, de prévoir l'évolution future des prix d'une action cotée, notamment étant donnée la labilité du résultat de tout calcul de la valeur, que j'ai analysé plus haut. Par contre, des régressions statistiques peuvent montrer qu'il y a des corrélations statistiques entre les évolutions des prix de certaines actions. En définissant des degrés de corrélation, on arrive à une définition des actions à partir de certaines caractéristiques communes aux entreprises dont elles sont des titres de propriété. L'approche relative de la valeur, basée sur la définition fondamentaliste de l'action, conduit à la création de groupes d'entreprises cotées spécifiques, comme on l'a vu dans la description de l'ontologie de la valeur actionnariale. Ces groupes sont alors érigés en « indices de référence », ou encore « *benchmarks* ».

Selon la logique de l'évaluation relative, corroborée plus ou moins par des analyses statistiques de l'évolution passée des prix des actions cotées[377], les entreprises appartenant aux mêmes secteurs d'activité doivent évoluer plus ou moins dans le même sens, leurs différentes stratégies permettant ensuite de les distinguer à l'intérieur de chaque groupe. On peut considérer, par exemple, que les prix des actions des entreprises dont les revenus dépendent fortement du cours du pétrole vont évoluer de manière commune lors d'une variation de ce cours. Pour d'autres cas, comme je l'ai décrit plus haut, la définition du groupe de référence peut être plus difficile. Dans de nombreux cas, le groupe de référence est défini en fonction de critères qui n'ont pas tellement à voir avec une activité économique particulière, mais avec une zone géographique ou, ce qui est très répandu, avec la taille de la capitalisation boursière. Ce dernier critère peut souvent être lié à celui de l'aire géographique. On distingue par exemple les « grandes capitalisations européennes » des « américaines » ou des « japonaises », ce qui est censé correspondre aussi à la fois à des zones d'activité économique, à des aires monétaires et à des bourses distinctes.

[376] Notamment, le prix Nobel de 1990 fut décerné à Harry M. Markovitz, Miller M. Merton et William F. Sharpe pour leurs travaux sur la définition des prix et la gestion de portefeuilles. Cf. Bernstein, P. L., 1998, *Against the Gods. The remarkable story of risk*, John Wiley & Sons, Inc., New York, pp. 248 et ssq.

[377] Ce n'est pas mon but d'arriver à trancher dans les débats sur cette corroboration, mais d'analyser les positions possibles qui les constituent. Pour une critique des approches statistiques les plus utilisées, cf. par exemple Walter, C., Brian, E., (éds.), *Critique de la valeur fondamentale*, Springer, Paris, 206 p.

Chaque gérant se spécialise dans un indice de référence, de manière similaire à la spécialisation des analystes par secteurs. Les indices sont produits par différentes entreprises, qui deviennent elles-mêmes des références communes pour tous les acteurs, comme par exemple Standard & Poor's ou de Morgan Stanley. Les bourses produisent à leur tour des indices sur les entreprises qui y sont cotées. Euronext, par exemple, publie le CAC 40, regroupant 40 des 100 compagnies aux plus grandes capitalisations basées à Paris. Les analystes couvrent un nombre restreint d'entreprises, mais les indices peuvent en contenir des centaines. L'indice S&P 500, par exemple, produit par Standard & Poor's, regroupe 500 entreprises parmi les plus grandes capitalisations établies aux Etats-Unis. L'équipe d'Acme investissant dans des grandes capitalisations européennes, par exemple, choisissait des entreprises comprises dans l'indice créé par Morgan Stanley pour ce secteur.

L'approche par indices restreint de fait la « liberté évaluative » du gérant, puisqu'elle limite son « univers d'investissement », c'est-à-dire l'ensemble d'entreprises dans lesquelles il peut investir l'argent qui lui est confié. Cette limitation est parfois critiquée au nom de cette même liberté, les indices étant considérés comme trop normalisants, empêchant la créativité du gérant et l'obligeant à délaisser des entreprises cotées qui, justement parce qu'elles ne sont pas dans les indices de référence, sont moins regardées et donc peut-être moins bien évaluées. Louis, directeur d'une importante entreprise de conseil en investissement, qui comptait parmi ses clients toutes les grandes banques françaises, et était l'auteur de manuels reconnus de mathématique financière, me disait en entretien : *« il ne faut pas croire que les indices sont neutres, hein ! Les indices eux-mêmes sont souvent fabriqués par les banques d'affaires, ils sont faits pour les aider à placer des émissions sur lesquelles elles touchent des commissions hein !* […] *En Europe, il y a cinq mille actions cotées. 99% des sociétés de gestion ne regardent que 300 actions, et sur les 300 n'en achètent que 50, à 80% les mêmes. Donc vous avez la plus grande partie du marché qui est écartée sans même regarder* […] *Qu'est-ce qu'ils font les gens ? Ben, ils vont sur les valeurs qui ne posent pas de problèmes, ils essaient d'être pas trop loin des indices. Ils cherchent pas, euh, ils cherchent pas à gagner beaucoup d'argent. Vous savez, tous les gérants que je connais, et qui gèrent un portefeuille personnel, ont des performances sur le portefeuille personnel bien meilleures que celles qu'ils ont sur les fonds de la banque. Parce qu'ils raisonnent en fonction de ce style-là. Sur les fonds de la banque, ils font ce qui leur est demandé ».*

Une deuxième restriction limite encore plus la liberté évaluative incarnée dans la personnalité du gérant. L'investissement est organisé en considérant qu'à l'intérieur de chaque indice, les prix des actions évoluent en fonction de deux facteurs majeurs. Le premier

concerne le groupe de référence lui-même, et est appelé le *« facteur de marché »* ou encore le facteur *« systématique »*. Les variations du prix de l'action de l'entreprise sont considérées comme le résultat plus ou moins mécanique de l'évolution de son groupe de référence. Le prix de Renault évolue en fonction du prix de l'ensemble des actions de l'industrie automobile, ou des biens de consommation, ou des grandes capitalisations européennes, etc. Le deuxième facteur, appelé *« non systématique »* ou encore *« spécifique »*, est l'influence, dans l'évolution du prix, de l'activité propre à l'entreprise, c'est-à-dire de ce qui, dans son évaluation fondamentale, la distingue totalement de ses groupes de référence. La distinction entre ces deux « facteurs » peut être affinée, statistiquement, en distinguant différents éléments qui affectent le groupe dans son ensemble, et constituent l'effet de « facteur de marché ». L'approche statistique de cette distinction indique que si un gérant investit tout l'argent qui lui est alloué en une seule entreprise, cet argent va évoluer en fonction des deux « facteurs », l'un « systématique » et l'autre « non-systématique ». Mais si le gérant investit dans une grande quantité d'entreprises appartenant au même groupe, la part « non-systématique » de chacune devient moins importante. Une diversification suffisamment grande permet alors d'annuler pratiquement le facteur « non-systématique » dans l'évolution des prix des actions[378].

Le gérant, en diversifiant, investit dans l'évolution des prix *« du marché »*, et non dans l'addition de chaque action cotée singulière. Ceci est censé être intéressant du point de vue de l'investissement, car le *« marché »* lui-même varie moins que les actions prises une à une : la *« volatilité »* d'un portefeuille diminue avec sa diversification[379]. Par ailleurs, les évolutions du marché dans son ensemble, défini par un indice, sont censées être dues à un nombre de facteurs plus restreint, et donc plus analysables, que l'évolution du prix de chaque action. Les indices définissent à la fois une liste d'entreprises et une *« pondération »* entre elles. Le poids de chaque entreprise dans l'indice est généralement le pourcentage que constitue sa capitalisation boursière par rapport à la somme des capitalisations boursières de toutes les entreprises contenues dans l'indice. Les gérants qui investissent dans un indice

[378] L'approche par *« facteur de marché »* correspond à la logique de l'évaluation relative que j'ai décrite plus haut. La définition de « marchés » avec des caractéristiques spécifiques, notamment le fait que les prix des actifs qu'ils incluent réagissent de manière semblable à différents facteurs, et évoluent dans le même sens en général, concerne la gestion de fonds pour tiers dans son ensemble, au-delà des actions. La distinction entre *« classes d'actifs »*, avec des caractéristiques communes en termes de performances et de volatilité passées, est un principe de base de ce qui est appelé l'*« allocation d'actifs »*, c'est-à-dire la pratique consistant à allouer les fonds à gérer parmi les actions, les obligations, et autres produits disponibles. L'allocation se fait, dans ce cas aussi, en visant une diversification qui réduise la volatilité des investissements dans son ensemble. J'analyserai certains de ses enjeux dans la deuxième partie de ce texte.

[379] La *« volatilité »* des prix d'un actif ou d'un indice mesure la fluctuation du prix pendant un laps de temps. Elle se distingue de la *« performance »*, qui est simplement la mesure de la différence du prix entre deux dates.

répliquent plus ou moins, dans leur portefeuille d'investissement, les pondérations telles qu'elles se retrouvent dans l'indice.

La diversification est justifiée car on ne peut pas évaluer sûrement une action, mais on peut définir des secteurs qui répondent à des logiques communes et à l'intérieur desquels on peut limiter la volatilité de l'investissement. Mais, dans sa définition théorique, l'argument le plus légitime pour la diversification, qu'on peut trouver dans les manuels de gestion et qui a été produit dans des milieux universitaires en lien avec les milieux professionnels de la finance, est celui de l'« efficience des marchés ». Cette idée, que j'ai explorée brièvement plus haut, est ici fondamentale. Issue de l'approche libérale, elle considère qu'un marché libre et parfait est celui où les capacités évaluatrices des individus libres peuvent se rencontrer et s'accorder en donnant un prix unique pour chaque bien échangé. A partir des approches marginalistes du marché, la réflexion consiste à dire que lorsque les règles de l'échange permettent ce type de marché, notamment en rendant accessible à tous les acteurs la même information sur les objets échangés, le prix de l'objet reflète de la manière la plus parfaite les évaluations de l'ensemble des acteurs qui participent à l'échange. Pour chaque acteur particulier, qui ne dispose que des mêmes informations que les autres, le prix est la « vraie » mesure de la valeur.

Les approches de la gestion plus étendues dans la finance, notamment dans les milieux de la gestion de fonds pour tiers, intègrent l'idée que les marchés financiers se rapprochent, par leurs règles de fonctionnement, des marchés libres et parfaits, et donc efficients. Les prix des actions cotées son censés *« refléter »* l'information disponible pour tous les participants à l'échange. Pour chaque gérant, ceci implique qu'il est futile qu'il essaie de trouver une définition de la valeur de chaque action qui serait différente de celle de son prix réel, puisque ce dernier intègre l'information détenue par l'ensemble des participants, qui est bien plus vaste que celle que peut détenir un seul acteur. Si le gérant considérait que l'ensemble des autres acteurs se trompent dans leur évaluation d'une action donnée, et qu'il a compris que le prix devra changer rapidement lorsque les autres participants se rendront compte de leur erreur, on dit qu'il essaie de *« battre le marché »*. L'approche de la valeur des actions par l'idée d'« efficience des marchés » implique que la personnalité évaluatrice du gérant, mais aussi celle du vendeur ou de l'analyste, pris comme individualité par rapport au groupe, ne peut pas trouver une définition de la valeur plus « juste » que celle donnée par le prix réel à tout moment. La définition de la valeur la plus « juste » est donnée par le marché, dont le contenu est défini par un indice, que le gérant doit chercher à répliquer.

L'évaluation des actions, définies par leur appartenance à un groupe de référence, avec lequel elles varient, et à partir duquel le gérant doit diversifier son investissement, est liée à l'idée d'efficience des marchés, selon laquelle, à l'intérieur d'un « marché », défini concrètement par un indice de référence, le gérant ne peut « battre » l'ensemble de ses partenaires d'échange. La définition de la valeur est le produit de la multitude de personnalités évaluatrices qui mobilisent l'ontologie de la valeur actionnariale pour évaluer chaque action. Mais le produit de cette addition de personnalités implique que, pour chaque personnalité en particulier, « le marché » s'impose comme une entité évaluatrice qu'il ne peut « battre ». Le gérant, compris comme personnalité évaluatrice qui joue un rôle central dans la définition de la valeur, se trouve alors dans une position qui est souvent vécue comme plus ou moins contradictoire : il doit à la fois mobiliser toutes ses capacités évaluatives personnelles, afin de participer à l'effort commun de définition de la valeur, dont le résultat nie, pour chaque individu, l'intérêt d'essayer de développer une évaluation personnelle. Cette tension organise les différentes pratiques concrètes d'évaluation des gérants.

2) La tension entre personnalité et marché dans l'organisation des pratiques évaluatives des gérants

Les pratiques évaluatives des gérants se situent entre deux extrêmes : une évaluation strictement personnelle, sans faire appel à la notion d'indice ou de marché efficient, et une évaluation dite « indicielle », qui peut à la limite se passer de la personne du gérant, par exemple avec un logiciel qui réplique, dans le portefeuille d'investissement, l'indice de référence, en achetant toutes les entreprises qui y sont contenues, avec les mêmes pondérations. Cette tension était perçue par tous les acteurs observés comme le fait d'une évolution historique, souvent nommée *« industrialisation »*, dans laquelle la part de la « personnalité » se réduit progressivement. Entre les deux extrêmes, l'organisation de la gestion dans laquelle étaient placés les fonds les plus importants investis en actions étaient souvent présentée comme une position intermédiaire, *« un mixte »*, dans laquelle la personnalité du gérant et la réplication d'un indice trouvaient un *« équilibre »*.

La transformation historique de l'évaluation personnelle à l'investissement indiciel

Parmi les personnes que j'ai pu interviewer, celles qui avaient connu les pratiques des gérants et des vendeurs dans les années 80 ou au début des années 90, et avaient construit leur trajectoire professionnelle à partir de cette époque, considéraient qu'il y avait une

évolution historique qui allait de l'évaluation personnelle à l'investissement indiciel. Carla, à la retraite de La Compagnie depuis un an, en 2003, avait grandi en Italie et était devenue gérante, en France, de fonds investis dans des actions italiennes. Elle avait ensuite évolué vers la gestion de fonds investis dans des actions européennes et avait fini par diriger l'équipe de gérants spécialisés dans ce secteur. En entretien, elle me racontait une histoire que m'ont répétée avec pratiquement les mêmes détails d'autres gérants et vendeurs, à New York, Paris et Londres, concernant la perte d'importance de la personnalité du gérant. Comme nombre de ces acteurs, elle déplorait une transformation qui avait remis en cause le savoir-faire qu'elle avait acquis dans les années 70 et 80, et avec lequel elle avait construit son parcours professionnel : *« la gestion autrefois, je parle d'il y a dix ans à peu près, hein, était très personnalisée. C'est-à-dire que quelqu'un, chaque gérant, était responsable d'un fonds, qu'il gérait comme il voulait. Donc il n'y avait pas… il y avait une responsabilité individuelle, en quelque sorte, puisque chacun était responsable de son fonds, mais il n'y avait pas de directives communes de la part du directeur de la gestion. Ce qui faisait qu'en même temps, dans la même société de gestion, un gérant pouvait vendre un titre et un autre l'acheter, parce que leur opinion était différente et il n'y avait pas de coordination entre les différents fonds. Là-dessus, il y a eu d'abord une influence grandissante des commerciaux, qui devaient vendre le fonds, et puis un intérêt de la part, grandissant aussi là, de la part des investisseurs institutionnels. Et les investisseurs institutionnels qu'est-ce qu'ils faisaient ? Comme il y avait une espèce de forêt de fonds, qui ne pouvait pas être éclaircie sur quel était le meilleur, il se sont basés sur les consultants. Et les consultants, ils ont adopté la méthode américaine, c'est-à-dire qu'il fallait que chaque gérant explique très bien sa politique de fonds, et en plus ces fonds étaient comparés aux autres, aux autres des autres maisons. Et c'est là où on s'est aperçu qu'il fallait avoir une espèce de politique d'organisation au sein d'une même maison.*[…] *Pour nous, ça a été en 98.* […] *Donc à partir d'un certain moment, on a vu que chaque fonds, ou chaque gérant, devait répondre à un certain nombre de questions. Non seulement à un certain nombre de questions, mais il fallait être cohérent avec les autres fonds, ce qui n'existait pas avant. Donc, on s'est aperçu que, par exemple, si on investissait sur l'Europe, tous les fonds dits « européens » de la maison, devaient avoir une cohérence.* […] *Et c'est là qu'on s'est aperçu qu'il fallait une rigueur et une mécanique qui était loin de la gestion personnalisée. Euh… donc, par exemple, si je parle de l'investissement… j'étais responsable de l'investissement en Europe, si j'étais responsable de l'investissement en Europe, je devais aussi respecter les choix qui étaient faits par les gérants qui investissaient sur l'Italie, l'Espagne, l'Allemagne, et qui, à un certain moment, il devait y avoir une espèce*

de coordination, de cohérence. Il est évident qu'investir sur l'Europe n'est pas la même chose qu'investir sur l'Italie, etc. Mais les titres plus importants, ils sont, ils devaient être présents dans les deux. Et c'était vraiment difficile quand quelqu'un qui investissait sur l'Italie vendait Fiat, alors que moi je l'achetais. […] *Quelles étaient les questions des consultants ? C'était : « comment vous choisissez vos valeurs ? Quel est votre processus ? ». Le processus d'investissement est devenu extrêmement important :* […] *« Comment vous choisissez vos valeurs ? ». D'où l'importance d'avoir une équipe d'analystes* buy side*. Parce que nous on pouvait dire on les choisit en fonction de l'opinion que l'analyste* buy side *a sur la valeur. Ça, donc, ça devient cohérent, vous voyez. Logiquement, logiquement, il y avait un scénario* top down[380]*, qui était donné par les économistes, et normalement on suivait ça.* […] *Et puis pour les valeurs, le* bottom up[381]*, il faut choisir en fonction des analystes. Parce que si on a une équipe d'analystes qui travaille pour les gérants, c'est évident qu'on va suivre les analystes, on va pas leur dire « non, non, tu te trompes complètement, je vais acheter cette action »* […]*. On pouvait le faire, mais en général on essayait de les suivre, sauf si on avait une opinion très forte. Mais normalement, si on avait une opinion très forte, contraire, on allait parler avec les analystes. On pouvait garder sa propre opinion, mais une fois qu'on a débattu avec l'analyste. C'est une position de force, celui qui convainc l'autre* […] *Et ça je dirais que, ce processus d'investissement, dans la mesure où il faisait intervenir des gens, en particulier dans la gestion « Europe » dont j'étais responsable, ça faisait intervenir tous les gérants qui avaient des fonds « pays », donc on faisait de grandes réunions, et on interrogeait… enfin, de grandes réunions formelles, où on demandait l'opinion de l'analyste, et l'opinion du gérant du pays, et avec ça on essayait de faire une espèce de mayonnaise, qui prenait ou prenait pas. Mais ça veut dire quoi ? quand vous gérez un fonds, pour réussir, pour avoir des performances, il faut prendre des risques. Des risques, ça veut dire que vous allez contre le marché, vous avez des convictions fortes qui sont pas dans le consensus et qui sont parfois un peu euh… parfois un peu, des décisions déraisonnées, hein ? C'est en prenant des risques forts qu'on a des performances fortes. Le résultat de tout ce processus est qu'on avait un consensus mou, et qu'on prenait jamais des risques. Et quand on ne prend pas de risques, ça veut dire qu'on fait euh, on s'écarte de l'indice de peu, à la hausse ou à la baisse. En général c'était à la baisse, comme par hasard ! Mais on arrive pas à vraiment battre l'indice de façon significative* […]*. Ça a duré de 98 jusqu'en 2002. En 2002 ils se sont aperçus que c'était*

[380] *« Du haut vers le bas »*, c'est-à-dire d'une vision d'ensemble vers une analyse des particularités.
[381] *« Du bas vers le haut »*, c'est-à-dire que la vision d'ensemble n'est atteinte qu'en addition les analyse des singularités.

peut-être pas la bonne solution. Et donc petit à petit, on est revenu au gérant, à la personnalité du gérant. Ce qui fait que maintenant, pour ce que je sais […] *maintenant c'est un mixte* […]. *On suit toujours l'indice, parce que finalement un gérant, essaie toujours de battre l'indice, de faire mieux que l'indice. Et c'est pour ça que c'est très difficile, de faire mieux que l'indice. Donc l'idéal c'est de faire +1 par rapport à l'indice, voilà. Et après on prenait des décisions qui étaient les moins risquées possible, parce que quand vous prenez des risques, vous pouvez faire des performances très bonnes, mais vous pouvez faire de performances très très mauvaises, ça va dans les deux sens. Et donc pour éviter les performances très mauvaises, parce que c'était une période très difficile, ben on était sur la performance de l'indice, on suivait un peu le marché. On collait un peu à l'indice et on sur-pondérait ou on sous-pondérait par rapport à l'indice* […] *Pour nous, quand on regarde, nous on a suivi ce* process*, mais quand on regarde, toutes les banques françaises l'ont suivi* […]. *Nous on l'a fait à partir de 98, il y a d'autres banques qui l'ont fait avant. Tout ça s'est fait sous l'influence des consultants, eux-mêmes stimulés par le investisseurs institutionnels*[…] *: les caisses de retraite, les caisses d'assurance, celles qui ne font pas leur propre gestion, en général les mutuelles... ».*

Carla décrivait comme « nouveautés » des années 90 des pratiques qui faisaient partie des discours communs à tous les acteurs lors de ma recherche, comme l'utilisation d'un *« process »* d'investissement. Ce mot, généralement dit en anglais, et parfois traduit par « processus », indique l'ensemble de règles suivies par le gérant dans ses choix d'investissement. Pour la grande majorité des gérants, ces règles devaient être explicites et faire partie du contrat passé avec le client de leur employeur. Elles contiennent généralement la définition d'un univers d'investissement, souvent défini par un indice de référence. Le *process* reprend aussi les règles de diversification et des objectifs de performance et de volatilité, c'est-à-dire une indication de l'écart permis au gérant, à la hausse ou à la baisse, par rapport à l'indice de référence.

Pour Carla, le *process* était la feuille de route à laquelle devait se tenir le gérant s'il voulait garder son poste de travail, et où étaient précisées toutes les limites à sa personnalité évaluatrice, au nom d'une politique d'investissement qui était le fait non pas d'une individualité, mais d'une équipe hiérarchisée, organisée autour des rapports commerciaux avec ses clients[382]. Le fait de réintroduire une part de « personnalité » dans le *process* était un

[382] La mise en concurrence des gérants dont parle Carla a lieu par la publication des performances des employés et de leurs équipes. Chaque trimestre, chaque gérant peut voir où il se situe par rapport aux autres gérants avec lesquels il est comparable dans un même « marché » de la gestion de fonds.

« retour », à une approche plus efficiente de la gestion, c'est-à-dire qui, s'écartant du « consensus mou » permettait une évaluation plus « juste » ou « vraie », même si elle était le produit d'opinions qui pouvait être « déraisonnées ». La possibilité de cette opiniâtreté personnelle est aussi, selon cette argumentation qui n'est pas spécifique à Carla, la condition d'une performance supérieure à celle du marché, comme on l'a vu dans la critique des indices faites par Louis, le consultant cité plus haut. L'évolution dans le temps, racontée par Carla et par d'autres, situait les gérants entre un « marché » et une « personnalité », qui étaient en tension. L'organisation de leur rapport dans un « mixte » était la stabilisation de cette tension dans un « équilibre » particulier.

Une approche « mixte » entre le marché et la personnalité

Carla, qui se disait *« passionnée par les histoires des sociétés »* dans lesquelles elle investissait comme employée de La Compagnie, voyait dans cette évolution une perte de l'apport personnel du gérant dans la définition de la valeur des actions cotées. L'ancienne gérante était partie à la retraite avant de voir la mise en place du « mixte » entre les deux approches. J'ai pu en observer une application dans mes entretiens avec des gérants de fonds investis dans des actions d'entreprises européennes de grandes capitalisations à Acme. Le directeur de l'équipe, Yves, m'expliquait que la stratégie dans la distribution de fonds entre chaque gérant consistait à trouver un *« équilibre »* entre la gestion indicielle, organisée pour l'équipe dans son ensemble, et le besoin de chaque gérant d'exprimer sa personnalité. Cette approche était appelée, dans la profession, *«* core-satellite *»*[383]. Elle consistait à définir un portefeuille d'investissement de base, à partir d'un indice de référence, qui, dans le cas de l'équipe d'Acme, était celui proposé par Morgan Stanley, MSCI Europe, pour les grandes capitalisations. L'équipe avait onze milliards d'euros sous gestion, avec huit gérants et six analystes. La gestion était répartie en une soixantaine de fonds, pour un nombre de clients encore plus importants. Le *« core »* ou noyau était défini à partir de l'indice de référence. Comme dans le cas décrit par Carla, le but officiel, et l'argument de vente auprès des clients potentiels, était d'atteindre une performance des investissements qui dépasserait l'indice de référence de 1% à 2% dans l'année. Pour y arriver, l'équipe ne répliquait pas l'indice de manière exacte, mais sur-pondérait ou sous-pondérait certaines valeurs[384]. Ceci se faisait dans des réunions, où une *« équipe de seniors »*, dont Yves était membre et directeur, décidait du

[383] *« Noyau-satellite »*.

[384] Selon cette logique, on cherche à sous pondérer les actions dont on considère que le prix va baisser et à sur pondérer celles dont on considère qu'il va augmenter. La baisse du prix des valeurs sous pondérées affecte alors moins la performance du fonds moins que celle de l'indice et la hausse des valeurs sur pondérées plus.

poids de chaque valeur, à travers des discussions avec les gérants et les analystes qui donnaient leurs points de vue, selon leurs *« expertises »* différentes, ce qui conduisait à une *« synergie »*. Le principe dans les décisions était qu'il ne fallait pas faire de *« gros paris »* sur une nombre limité d'entreprises, mais *« beaucoup de petit paris »*, ce qui était censé limiter la volatilité de la performance du fonds. Tous les gérants géraient plusieurs fonds qui répliquaient ce noyau. Ils pouvaient pondérer les valeurs à l'intérieur de l'indice de manière différente, mais avec des marges très réduites. Le but, selon Yves, était qu'il n'y ait pas trop de différences entre les performances de chaque gérant, de façon à ne pas les inciter à s'écarter du noyau, mais de leur laisser une marge de manœuvre, pour ne pas *« tuer la créativité »*.

Par ailleurs, Yves m'expliquait que chaque gérant avait une personnalité et une expertise particulières, qu'il s'agissait à la fois de respecter et de mettre à profit. A côté des fonds indiciels qui répliquaient l'indice avec de légères variations, chaque gérant avait un fonds qu'il pouvait gérer de façon plus libre, selon sa propre approche. Cette liberté concernait le choix des entreprises cotées et leur pondération à l'intérieur du fonds. Le principe de diversification était imposé, de même que le calcul de la volatilité potentielle de la performance du fonds, à partir des données historiques des entreprises choisies et de leurs secteurs de référence. Ces fonds *« satellites »* concernaient autour de 20% des onze milliards d'euros sous gestion de l'équipe. Ils pouvaient être plus ou moins grands d'un gérant à un autre, selon leurs stratégies, leur ancienneté et leur clientèle.

Paul, gérant junior, avait près 700 millions d'euros sous gestion, dont 90 millions dans un fonds dans lequel il pouvait choisir librement les entreprises, toujours à partir de l'indice de référence et, surtout, utiliser des produits dérivés pour faire des paris différents que ceux permis par le jeu des sous et surpondérations. Ces produits concernaient notamment de *futures*[385] sur l'indice lui-même. Ceci permettait à Paul de faire des « paris » sur des entreprises particulières et en même temps sur leur indice de référence dans son ensemble. Les *futures* sur indice sont des contrats selon lesquels Paul, par exemple, s'engage à acheter pour 90 millions d'euros l'ensemble des valeurs de l'indice de référence avec leurs pondération actuelle, dans trois mois. Si les prix de toutes ces valeurs monte pendant cette période, et la même quantité d'actions avec la même pondération à un prix réel de 93 millions à la date d'échéance du contrat, la personne qui a vendu le contrat *future* à Paul devra se

[385] Le mot *future* est le substantif « futur » en anglais. Le mot est toujours utilisé en anglais, et sa traduction en français, qui au pluriel serait donc « futurs », n'est pas utilisée dans la profession. Le terme technique français est « contrat à terme ferme ».

procurer ses actions et les lui vendre à un prix qui sera donc plus bas que leur prix réel. Paul pourra les revendre immédiatement, et encaisser un profit, dans cet exemple fictif, de 3 millions d'euros. Mais le prix du contrat *future* trois mois avant sa réalisation n'est pas de 90 millions. Il est beaucoup plus faible, et concerne la marge que chaque partenaire commercial compte réaliser avec l'opération. Si Paul, qui aura déversé une somme pour pouvoir faire le pari sur l'indice, considère, pendant la période de trois mois, que c'est trop risqué, par exemple parce que le prix des actions baisse de manière générale, il pourra chercher à revendre son contrat à quelqu'un d'autre. Très probablement, il ne réussira pas à le vendre au prix qu'il l'a acheté, et aura une faible perte. Si Paul considère que le prix des actions va continuer à baisser, et que l'indice vaudra 87 millions, il peut acheter un *future* de sens inverse à celui qu'il détenait, par exemple par lequel il s'engage à acheter l'indice pour 85 millions, ou à le vendre pour 88 millions[386].

Paul avait donc deux approches de la gestion. Une, dite « classique », caractérisée comme « indicielle » et de *buy and hold*[387]. L'aspect indiciel concernait la diversification en répliquant un indice de référence. L'aspect *buy and hold* concernait le fait que les seules opérations d'investissement que pouvait faire Paul étaient d'acheter ou de vendre des actions cotées, avec le but de les détenir pour un laps de temps sufisemment long, afin de profiter de leur hausse dans le long terme, qui devrait être due à leur activité économique selon l'ontologie de la valeur actionnariale. Dans le fonds classique, Paul faisait comme le reste de son équipe : il achetait des actions pour répliquer l'indice de référence tout en en sur ou souspondérant certaines pour *« battre l'indice de quelques* basis points *»*. Dans son autre pratique de la gestion, Paul était « libéré » de la contrainte de répliquer l'indice, et pouvait par ailleurs faire des paris qui pouvaient être gagnants en cas de baisse générale des prix, ce que l'approche *« classique »* de *buy and hold* ne permet pas de faire.

Comme nous le verrons dans la troisième partie de ce texte, l'approche de Paul se rapprochait de la gestion dite *« alternative »*, marquée par des enjeux symboliques très particuliers. En ce qui concerne l'évaluation, Paul remarquait que les deux approches pouvaient ne pas être cohérentes. Les valeurs choisies dans le « noyau » pouvaient ne pas être les mêmes que celles qu'il choisissait pour son fond personnalisé. Par ailleurs, la stratégie du

[386] Les marchés de *futures* sur indices d'actions cotées en Europe sont très régulés. Les contrats sont standardisés, et le nombre de participants est très élevé. Ceci fait que c'est ce qu'on appelle un « marché liquide », c'est-à-dire qu'il est possible à tout moment et pour tout participant de trouver un acheteur ou un vendeur pour les contrats qu'il détient, à un prix qui s'impose à lui comme « le prix du marché ». Ce prix est censé « refléter » les prévisions « du marché » sur l'évolution de l'indice dans le futur. Il est alors surveillé par d'autres acteurs, comme les gérants de l'équipe que j'ai observé à Acme, qui investissent directement sur l'indice selon l'approche dite « classique ».

[387] *« Acheter et garder »*.

« noyau » consistait à « faire légèrement » mieux que l'indice, ce qui signifiait que si l'ensemble des prix chutait de 10% en an, une performance de -9% pour l'équipe était un succès. L'utilisation des dérivés par Paul pouvait par contre lui fournir des résultats fortement positifs en cas de chute des marchés, s'il avait fait les paris gagnants. L'« expertise » de Paul dans le marché des *futures* sur indices était un atout pour l'équipe, qui pouvait chercher à déceler dans les prix sur ce marché les possibles tendances futures de leur investissement. Mais cette *« synergie »*, selon les mots d'Yves, était aussi vécue comme une contradiction par les acteurs. Yves insistait longuement, en entretien, sur le fait que les bonus des gérants ne dépendaient pas des performances de leur fonds personnalisé, mais essentiellement des performances du fonds « noyau ». Cette règle visait explicitement à éviter que les gérants ne s'attachent pas plus aux performances de « leur » fonds qu'à celle de l'équipe dans son ensemble.

Dans le cadre de l'entretien avec moi, Paul remarquait que la tension entre l'approche indicielle et l'évaluation personnelle était très frustrante, notamment pour quelqu'un comme lui qui se disait *« passionné »* par les entreprises. En même temps, Paul, comme la plupart des autres gérants que j'ai observés, considérait que la gestion à travers un *process*, suivi par toute l'équipe en répliquant un indice de référence, était le seul moyen de répondre à des demandes très précises et standardisées des clients des entreprises de gestion. Ces derniers cherchaient à comparer les entreprises de gestion par rapport à leur capacité à surperformer légèrement l'indice. L'existence des indices leur permettait de comparer les entreprises de gestion entre elles, et de les mettre en concurrence en comparant leurs performances trimestrielles et annuelles. Yves décrivait cette « pression » ainsi : *« Ce qui compte, c'est les trimestres et l'année, comment tu finis ton année. C'est un* business *à un an.* […] *Ben, disons que* [les clients] *te donnent un avertissement si t'as une mauvaise année. Si t'as une deuxième mauvaise année, ils partent, au cours de la deuxième année. Et si t'as une bonne année, ils vont pas nécessairement acheter ton fonds, ils vont arriver dans la deuxième année. Tu vois ce que je veux dire ? C'est la deuxième année qui est critique »*. Une fois qu'un client avait passé un contrat avec l'équipe de gestion dirigée par Yves, les premiers résultats trimestriels de la deuxième année pouvaient signifier le retrait ou l'arrivée progressifs de centaines de millions d'euros de fonds sous gestion. Ce flux avait un impact direct sur les salaires des gérants, qui dépendaient en partie des encours qu'ils ont attirés avec leurs performances. De manière plus fondamentale, un retrait en masse des clients, et donc un montant moindre de fonds sous gestion, pouvait se traduire par le licenciement des gérants ou des analystes moins performants voire, à terme, la fin de l'équipe. Comme tous les clients

n'arrivaient et ne sortaient pas au même moment, tous les trimestres il y avait de gros enjeux pour les gérants.

Ceci introduit une tension supplémentaire entre l'évaluation personnelle et l'« efficience des marchés » traduite par une gestion indicielle. L'évaluation personnelle selon l'ontologie de la valeur actionnariale implique que le gérant considère que le prix réel de l'action à un moment donné devra augmenter au fur et à mesure que les autres investisseurs se rendront compte que l'activité de l'entreprise est plus rentable que ce que ce prix reflète. Ceci ne peut se produire que dans le temps, lorsque les résultats de l'activité de l'entreprise s'avéreront meilleurs que les prévisions censées être reflétées par le prix de l'action. Ce processus dépend des temps de l'activité de l'entreprise, et de ses déclarations de résultats, au trimestre et à l'année. Comme je l'ai indiqué plus haut, ces temps sont souvent longs, et les tenants de l'approche fondamentale insistent sur le fait qu'ils se situent dans des horizons de deux à trois ans. La gestion indicielle, elle-même évaluée par les clients des entreprises de gestion chaque trimestre, implique par contre des horizons temporels beaucoup plus courts que ceux sur lesquels se base l'évaluation fondamentale.

La plupart des acteurs attachés à cette dernière, notamment des gérants et des analystes, remarquaient en entretien qu'il y avait une injonction plus ou moins contradictoire pour les gérants. Ils devaient investir avec une logique de long terme, en fonction des « fondamentaux », tout en arrivant à produire des résultats visibles de manière trimestrielle, c'est-à-dire dans le *« court terme »*. Dans ces conditions, le fait de suivre un indice de référence permettait aux entreprises de gestion de ne pas prendre le risque de trop s'écarter de leurs concurrentes. Ce qui faisait dire à Paul que le système « mixte » et la place primordiale accordée à l'indice, étaient les seuls moyens de répondre aux demandes de *« court terme »* des clients, même si cela aboutissait à une situation qu'il qualifiait volontiers de *« frustrante »*. Dans ces discours, qui se répétaient souvent à l'identique d'un entretien à un autre, il semblait y avoir une claire figure argumentative selon laquelle la « faute » de l'inconsistance de l'approche était l'ignorance ou l'avidité des clients. Il ne m'a pas été possible d'approcher, lors de mes recherches, les instances accusées par ces discours. Sans chercher à résoudre la controverse, il en ressort qu'elle est organisée par la tension entre l'approche indicielle et l'approche personnelle de l'évaluation et de la gestion. Ces deux approches existaient comme cas limites, dans des pratiques plus ou moins marginales mais réelles et dont l'existence renforçait la tension entre personnalité et marché.

Les deux extrêmes de l'évaluation dans la gestion : la réplique de l'indice par des logiciels et la gestion absolument personnelle par un gérant indépendant

Le *« mixte »* dont parlait Carla, et qui était appliqué à Acme, situait chaque gérant dans une position plus ou moins tendue entre deux approches. D'une part, chaque gérant devait avoir une idée personnelle, une « conviction », sur le prix de chaque entreprise dans laquelle il investissait l'argent qui lui était alloué. Il faisait pour cela appel à l'information disponible dans la presse spécialisée, les documents produits par les analystes *buy* et *sell side*, les discussions avec d'autres gérants et le dialogue sur le long terme avec des vendeurs. Par ailleurs, il devait intégrer cette approche personnalisée de chaque entreprise cotée dans une approche de l'évaluation qui ne les comprenait que comme faisant partie d'un « marché », défini par un indice de référence produit par des entreprises comme Standard & Poor's ou Morgan Stanley, entre autres. Cette intégration se faisait généralement au sein d'une équipe, hiérarchisée, où les décisions d'investissement se faisaient à partir d'une évaluation qui s'imposait à tous, ce que ses pourfendeurs, comme Carla, appelaient un *« consensus mou »*. Cette tension entre le personnel et le marché était renforcée par le fait que d'autres pratiques existaient, avec une place de « cas limites ». D'une part, une approche « purement indicielle », dans laquelle un logiciel émet des ordres d'achat et de vente pour répliquer le contenu de l'indice quotidiennement. D'autre part, une approche « purement personnelle », dans laquelle le gérant ne suit aucun indice ni règle de diversification, et peut faire appel à différents instruments financiers et techniques d'investissement qui lui permettent de parier sur la baisse ou la hausse d'une action ou du marché en général. Ces deux approches n'étaient pas des constructions théoriques, comme les idéaux-types wéberiens, mais des pratiques réelles. Pour les gérants tenus de « battre les indices », la gestion « purement indicielle » apparaissait souvent comme une menace radicale de leur savoir-faire, et la gestion « purement personnelle » pouvait incarner un objet de désir plus ou moins avouable[388].

A Acme, la personne responsable du développement des logiciels d'investissement indiciel, Sébastien, travaillait dans la même salle ouverte que l'équipe investissant dans des ABS dans laquelle j'étais embauché comme stagiaire. Dans un entretien, il m'explique qu'il développe des logiciels, d'usage courant aux Etats-Unis, qui répliquent les indices dans un portefeuille d'investissement. Ces logiciels et sont censés réduire les coûts pour les clients de l'entreprise de gestion, notamment les salaires des gérants, des analystes et des vendeurs. Par ailleurs, cette manière d'investir, dite *« passive »*, implique de passer des ordres d'achat et de

[388] J'approfondirai ces enjeux dans la troisième partie de ce texte.

vente limités au rééquilibrage, dans le portefeuille d'investissement, des pondérations des actions présentes dans l'indice, lorsque leurs prix varient. Ceci implique qu'il puisse y avoir moins de transactions, et pour des montants plus faibles, que lorsqu'un gérant réagit à des variations de prix en faisant des paris qu'il doit parfois ensuite corriger.

Des fonds d'investissement avec cette méthode d'investissement, dite de *« trackers*[389] *»*, existent aux Etats-Unis. Appelés ETFs[390], ils sont cotés en bourse, ce qui permet à tout individu ayant accès au marché boursier d'investir sur un indice, en achetant des parts du fonds, sans passer par une entreprise de gestion. Sébastien remarquait qu'à terme, le développement de ces outils d'investissement étaient une menace très forte pour les professions liées à l'évaluation et la gestion. Les personnes sans lien professionnel avec la finance peuvent en effet investir dans des indices, grâce aux fournisseurs d'accès, sans passer par l'évaluation personnalisée des gérants, analystes financiers et vendeurs, autres que ceux qui définissent les indices[391].

Le succès de cette approche de l'évaluation est en partie dû, aux Etats-Unis, au fait que de nombreuses personnes, ayant une retraite par capitalisation, cherchent à s'occuper de leur épargne et de leur pension personnellement, en l'allouant à différents fonds d'investissement. Les *trackers* permettent de réduire les coûts de gestion. Par ailleurs, avec l'extension du suivi des indices dans les entreprises de gestion, que j'ai décrit plus haut, on peut considérer que les *trackers* font le même travail qu'une entreprise de gestion avec des gérants, des analystes, et faisant appel à des vendeurs comme ceux employés par Brokers Inc. Si la réplique de l'indice par des logiciels n'est jamais parfaite, du fait que les prix des actions varient constamment, et que le *tracker* les réplique à des échéances définies, ce décalage peut être moins fort que celui provoqué par les paris des gérants qui essaient de « battre l'indice » et parfois font des pertes. L'importance croissante de ce type d'approche de l'investissement est remarqué, par exemple, par les auteurs du manuel de gestion de portefeuille cité plus haut. Le développement des *trackers* est expliqué comme l'application la plus directe de la théorie selon laquelle un participant singulier ne peut évaluer mieux les actifs financiers que « le marché » dans son ensemble : *« En l'absence d'informations privilégiées, il n'y a pas de placement à privilégier. Le portefeuille d'actions doit être le plus diversifié possible* […]. *La*

[389] Le verbe *to track* peut être traduit par « suivre ». Les *trackers* « suivent » l'indice.
[390] *Exchange Traded Fund*, *« Fonds échangé dans une bourse »*.
[391] Pour une étude de cas sur une entreprise de « courtage en ligne » en France, permettant à des non professionnels d'accéder « directement » au marché, cf. Sarfati, F., 2003, « A la lisière des parquets. Identité professionnelle des salariés du courtage en ligne », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Epaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 80-92. Pour une étude de cas sur des personnes s'occupant personnellement de leurs investissent à travers ce genre de fournisseurs d'accès, cf. Lépinay, V.-A., Rousseau, F., 2000, « Les *trolls* sont-ils incompétents ? Enquête sur les financiers amateurs », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 73-98.

stratégie de placements est essentiellement passive, au sens qu'il n'est pas utile de faire constamment tourner son portefeuille en recherchant des titres sur ou sous évalués. Cette conclusion explique en partie le développement des fonds indiciels *et* ETF *(*Exchange Traded Funds*), dont l'unique objet est de répliquer la performance de l'indice de marché. Il est régulièrement observé que les gérants professionnels et les SICAV ont beaucoup de mal à battre le marché* […]. *L'implication logique est de bâtir sa stratégie de placement sur des fonds indiciels qui ne subissent aucun risque spécifique et minimisent les coûts de transaction. Ainsi plus de 30% des actifs des fonds de pensions américains ou anglais sont investis en fonds indiciels et les capitaux sous gestion des grands gérants indiciels (Barclays Global Investors, State Street Global Advisors, etc.) les placent au sommet des classements des gérants mondiaux »*[392].

Sébastien remarquait que pour l'instant, en France, le marché potentiel pour les logiciels qu'il développait n'était pas constitué, comme aux Etats-Unis, par toutes les personnes qui cotisent pour leur retraite ou gèrent leur épargne personnellement en l'investissant dans des actifs financiers. Ses logiciels étaient plutôt proposés à des entreprises de gestion, pour leur permettre d'investir une partie des capitaux qui leur étaient alloués dans des indices. Par ailleurs, les logiciels permettent de définir les indices de différentes manières, par exemple par secteur d'activité, par capitalisation, par distribution géographique, etc. De cette manière, la gestion *« passive »* pouvait devenir *« active »*, car les entreprises de gestion pouvaient développer des approches propres de l'investissement indiciel, en définissant des indices selon des définitions différentes de la valeur des actions qui les composent. Ceci pouvait réintroduire du « personnel » dans une approche où l'évaluation faite par chaque gérant en particulier n'aurait autrement aucune place.

Du point de vue des théories de l'évaluation et de l'investissement étudiées plus haut, et qui se retrouvent dans la plupart des tâches professionnelles des analystes et des gérants, l'approche « purement indicielle » apparaît à la fois comme une *« implication logique »*, pour reprendre les termes des auteurs cités plus haut, mais aussi comme une frontière impossible de la notion même de « marché ». Si tous les participants du marché achetaient les mêmes actifs au même prix, une fois qu'ils les auraient achetés, il n'y aurait plus d'offre et de demande faisant des paris différents. Ceci n'est qu'un cas limite théorique, avancé parfois par des gérants, des vendeurs ou des analystes, préoccupés par ce qui leur apparaît comme la perte de légitimité de leur profession.

[392] Jacquillat, B., Solnik, B., *Marchés Financiers. Gestion de portefeuille et des risques*, *op. cit.*, p. 133.

De manière plus fondamentale, la gestion indicielle est aussi opposée par une critique de ses fondements théoriques. Comme on l'a vu, elle est basée sur une approche relative de la valeur, qui distingue des « marchés », définis par des « indices » dans lesquels sont agglomérés différents actifs financiers. Par ailleurs, la définition de la valeur selon l'approche indicielle reprend l'idée de « marché efficient », selon laquelle le prix de tout actif, à tout moment, reflète mieux sa « juste » ou « vraie » valeur que l'évaluation que pourrait en faire une personne en particulier, qui détiendrait la même information que les autres participants. Des approches diverses de la gestion, qui insistent sur l'importance de la liberté personnelle d'évaluation du gérant récusent souvent de manière explicite ces deux présuppositions théoriques. Ces approches rapprochent la gestion dite « classique » de la gestion « purement indicielle », en remarquant que la première est souvent une copie de la deuxième, avec des frais de gestion plus élevés. Ces critiques sont souvent revendiquées dans les présentations promotionnelles et dans les commentaires en entretien des personnes travaillant pour des *hedge funds*. J'analyserai en détail, dans la troisième partie, les enjeux de ce positionnement « en marge », qui se présente de manière explicite comme *« alternatif »* et *« innovant »*. En ce qui concerne la multiplicité des possibles de l'évaluation dans la définition des tâches professionnelles des gérants, il occupe une place explicite comme cas limite.

Les *hedge funds* dont les gérants investissent dans des actions sont censés pouvoir développer des techniques très variées, qui se caractérisent toutes par le fait de ne pas suivre l'approche « classique ». Ces techniques peuvent être très différentes les unes des autres, faisant appel à différentes « expertises ». Elles peuvent consister à n'acheter que des actions d'entreprises en restructuration ou qui feront possiblement l'objet d'une absorption, ou à investir *« par paires »* d'entreprises, lorsqu'on considère que lorsque le prix de l'action d'une entreprise monte, celui de sa *« paire »* descend[393]. Elles peuvent aussi faire appel à

[393] Le gérant peut considérer que Renault est plus forte que Peugeot et jouer Renault à la hausse et Peugeot à la baisse. On dit qu'il est *long* Renault et *short* Peugeot. Être *long* correspond à détenir les actions de Renault. Être *short* correspond à une technique qui permet de gagner de l'argent lorsque le prix de l'action baisse. Dans ce dessein, le gérant emprunte les actions de Peugeot à une banque, avec un taux d'intérêt très faible et les vend immédiatement sur le marché, par exemple pour 100 euros. Lorsque le prix de l'action à baissé, par exemple à 80 euros, ils les rachète et les rembourse à son créancier. Le gérant a ainsi effectué un bénéfice de 20 euros, auquel il faut soustraire le faible intérêt payé au créancier. La stratégie dite *long/short* implique de trouver des paires dont les composantes fonctionnent en sens inverse. Dans le cas fictif présenté ici, le gérant considère que lorsque le prix de toutes les actions montent, Renault monte plus que Peugeot. Les gains de détenir Renault sont alors supérieurs aux pertes dues au fait de devoir des actions de Peugeot. Le gérant considère aussi que quand les prix de toutes les actions baissent, celles de Peugeot baissent plus que celles de Renault. Les gains de la position *short* sur Peugeot sont alors plus élevés que les pertes dues au fait de détenir des actions de Renault. Cette approche est considérée de manière générale comme l'origine du nom de *hedge fund*, le verbe *to hedge* étant traduit par celui de « se couvrir ». Le principe de la technique est que le gérant gagne de l'argent, que les

l'utilisation massive de produits dérivés d'actions, impliquer de nombreuses transactions dans la journée ou au contraire se baser sur des investissements à très long terme. Dans tous les cas, ces manières d'investir l'argent sont censées être basées sur un savoir-faire personnel développé par le gérant, qu'il détient plus ou moins en exclusivité. L'idée que ce savoir-faire peut « battre le marché » repose sur l'idée que celui-ci n'est pas « efficient », et qu'une meilleure expertise que celle de la moyenne des participants aux marchés permet de mieux définir la valeur des actions cotées, et donc leur évolution sur le long terme. Ces techniques d'investissement peuvent mobiliser des approches de l'évaluation très diverses, depuis le « pur fondamental » jusqu'à du *trading* à très court terme, par exemple à quelques secondes ou minutes près.

La « liberté personnelle » du gérant dans sa capacité évaluative est définie comme la constitution d'un savoir-faire personnel, souvent issu d'une expérience comme participant dans le marché à différents postes (analyste, gérant, *trader*). Elle est aussi marquée par une distinction organisationnelle par rapport au « mixte » décrié par Carla et d'autres. Dans ce « mixte », une grande institution propose à ses clients un *process* d'investissement officiel, qui est appliqué par toute l'équipe de gérants spécialisée par « marchés », souvent définis par un indice. Ce *process* est censé donner des résultats trimestriels et annuels vérifiables, qui sont un argument majeur dans le rapport avec les clients. Les gérants sont ainsi censés suivre un indice, une politique de gestion et des horizons temporels pour le calcul de leur performance, sur lesquels ils n'ont aucune prise. La gestion dite « alternative » est censée être dégagée de ces contraintes. Comme je l'analyserai plus bas, ceci est dû a sa place particulière dans les normes de régulation des professions financières. Les *hedge funds* sont censés être, depuis la seconde guerre mondiale, de petites entreprises indépendantes, mais ils se sont développés, notamment en France, depuis les années 90, à l'intérieur des grandes entreprises financières. Les gérants qui travaillent au sein d'un *hedge fund* peuvent être employés d'une entreprise dans laquelle travaillent aussi des gérants qui investissent selon l'approche dite « classique », comme c'était le cas à Acme. Les rémunérations sont généralement beaucoup plus élevées pour les gérants de *hedge funds*, mais les fonds sous gestion sont aussi beaucoup plus faibles. Ceci correspond à l'idée que cette approche, souvent appelée « spéculative », est censée être aussi beaucoup plus risquée que l'approche classique. A Acme, les investissements dans des *hedge funds*, propres à l'entreprise ou extérieurs, qui concernaient des actions mais aussi d'autres actifs, ne dépassaient les 2% ou 3% du total des fonds gérés

marchés baissent ou montent. L'expertise nécessaire pour faire le bon choix des entreprises conformant les paires est alors un élément fondamental de la technique.

par l'entreprise pour le compte de ses clients. Les approches dans lesquelles la part de la personnalité évaluatrice du gérant était considérée comme fondamentale étaient clairement présentes, mais demeuraient marginales. Selon les gérants interviewés, elles pouvaient apparaître comme un épouvantail ou comme un objet de désir plus ou moins avouable.

Les approches « purement indicielle » et « purement personnelle » apparaissent comme les deux extrêmes à l'intérieur desquels se situe une approche de l'investissement dans des actions dite « classique ». Ces extrêmes sont réels, en ce qu'ils sont effectivement pratiqués dans certaines entreprises de la finance. Par rapport à l'organisation de l'évaluation des gérants dite « classique », les deux extrêmes apparaissent comme des « implications logiques » ou des « libérations ». Les trois approches balisent l'espace des possibles, multiples et limités, pour les pratiques d'évaluation des gérants. La gestion purement indicielle est l'application directe des théories de la gestion qui insistent sur l'importance de la définition relative de la valeur et de l'« efficience des marchés ». La gestion purement personnelle, qui souvent s'accompagne d'une critique de ces théories, insiste par contre sur la capacité du savoir-faire de quelques gérants à « battre le marché ». Ces deux extrêmes étaient souvent présentés comme complémentaires : plutôt que de payer une équipe entière pour faire un mixte « mou » entre les deux approches, il serait plus intéressant de payer des *trackers* peu chers et des spécialistes bien rémunérés qui apportent un véritable savoir-faire personnel[394].

Ces différentes manières d'évaluer sont étaient présentées par les acteurs comme le fruit d'une évolution historique des professions financières, dans laquelle l'évaluation personnalisée des gérants s'est vue déplacée par la définition relative de la valeur, sous la forme d'indices qui définissent des « marchés » aux caractéristiques communes, définies selon l'ontologie de la valeur actionnariale. Les pratiques évaluatives des gérants se situaient entre deux principes qui coexistaient en tension. D'un côté, l'approche relative de la valeur, accompagnée de l'idée de l'« efficience des marchés», annule l'intérêt de l'évaluation personnelle du gérant dans la stratégie globale d'investissement. De l'autre, le gérant est censé mobiliser toutes ses capacités évaluatives pour mieux servir un suivi de l'indice qui permette de le « battre » par une faible marge. La tension était organisée dans des relations commerciales dans lesquelles les équipes de gestion devaient produire des résultats palpables par trimestre et annuellement, un horizon temporel souvent vécu comme une contrainte

[394] J'analyserai ces phénomènes dans les parties II et III de ce texte.

supplémentaire pour une approche de la gestion qui était censée détecter une évaluation « juste » sur le « long terme », c'est-à-dire sur un à trois ans.

La gestion dite « classique » était constituée dans une tension, qui était déliée dans ses deux extrêmes, la gestion indicielle et la gestion personnelle. La première restait majoritaire, mais les vendeurs de Brokers Inc. avaient des clients qui travaillaient avec les différentes approches. Les transformations dans le temps de l'organisation de l'évaluation étaient plus ou moins lentes et, à l'époque de mes observations, les acteurs considéraient la gestion « mixte » et le développement des *hedge funds* comme des nouveautés, par rapport à la gestion personnelle de la fin des années 80 et du début des années 90 dont parlait par exemple Carla. Ces changements dans le temps concernaient plusieurs aspects de la relation entre entreprises de *brokerage* et entreprises de gestion. Ils affectaient le contenu cognitif de l'évaluation, par exemple la liste des entreprises qui étaient susceptibles d'être évaluables pour tel ou tel gérant, en fonction de son *process* d'investissement ou des horizons temporels de l'évaluation, celle-ci devant aboutir parfois à des gains dans le « court terme ». Ils affectaient aussi les modes de paiement des services et l'importance de l'aspect personnel de la relation entre gérants et vendeurs, et pouvaient être vécus comme une menace pour les revenus de ces derniers. Ceci s'accompagnait d'une transformation dans la distribution des places entre les différentes professions et de leurs manières d'évaluer, qui constituaient une entreprise de *brokerage* comme Brokers Inc. Le chapitre suivant retrace le quotidien de ces changements comme j'ai pu l'observer à Brokers Inc. lors de mon enquête.

G) Evaluer à Brokers Inc. : une hiérarchie changeante entre « vente », « marché », et « réflexion »

La capacité des vendeurs à personnaliser l'information financière, en mobilisant les différentes approches de la valeur, parfois dans un même raisonnement, les situait en haut d'une hiérarchie à Brokers Inc., qui liait de manière explicite la légitimité du travail au chiffre d'affaires généré par l'entreprise. Les commissions payées par les clients étaient considérées d'abord comme le résultat du travail des vendeurs. Les analystes et les *traders* présents dans l'entreprise contestaient cette position de différentes manières, en mettant en avant leurs pratiques évaluatives, qui demeuraient à l'intérieur de l'horizon conceptuel défini par l'ontologie de la valeur actionnariale. Les transformations dans les pratiques des gérants concernaient directement leur rapport aux *brokers*. Dans le passé, le rapport personnel entre gérants et vendeurs était censé être la source unique et univoque des revenus perçus par les *brokers*. Avec le développement de la gestion indicielle, le *trading* se voyait accorder une place croissante dans la génération des commissions, et l'importance moindre de l'évaluation personnelle du gérant correspondait à une dévalorisation du travail du vendeur. Ces évolutions étaient lentes à l'époque de mes observations, mais organisaient les rapports entre les différentes professions.

Les analystes basés à New York, dans les bureaux de Brokers Inc., étaient dans une position explicitement plus fragile que celle des analystes de Brokers SA à Paris, qui fournissaient une partie importante de la recherche utilisée par les vendeurs basés à New York. Mais les logiques de distinction entre vendeurs et analystes étaient similaires pour tous et concernaient les manières de considérer les pratiques évaluatives des uns et des autres, depuis les arguments sur la richesse cognitive de l'analyse jusqu'à la légitimité des montants des bonus, en passant par la multiplicité des interactions qui définissaient des positions plus ou moins mouvantes dans les rapports quotidiens dans le bureau. A Brokers Inc., comme dans beaucoup d'autres entreprises de *brokerage*, l'évaluation personnalisée était considérée comme plus importante pour la génération du chiffre d'affaires de l'entreprise que l'analyse standardisée produite par les analystes. Cette distinction opposait une capacité représentative de ces derniers, que les acteurs comparaient à une idée positiviste de la « science », et une capacité de « vente » des vendeurs, qui devaient transformer la « représentativité » en

« espoir ». La montée en puissance de la gestion indicielle ne bénéficiait pas clairement aux analystes, même si elle mettait en danger les vendeurs (1).

Les *traders* se situaient en dehors de cette distinction. Leurs pratiques évaluatives concernaient le suivi de l'évolution des prix pendant la journée, voire sur quelques jours. Pour chaque gérant, un *trader* et un vendeur travaillaient en équipe. Il était possible de connaître le montant des commissions payées à chaque équipe, mais impossible de connaître les parts respectives du *trader* et du vendeur. Le calcul du *bonus* des *traders* était décidé par André, qui avait le dernier mot et, dans une moindre mesure par Juliette, Pascal, le *trader* senior du bureau s'occupant des clients aux Etats-Unis et Hervé, le vendeur senior du bureau ayant des clients Européens. Les gérants donnaient une marge croissante à leurs *traders* dans le choix de leurs partenaires, ce qui faisait que les *traders sell side* considéraient que leur activité devenait plus importante dans la génération du chiffre d'affaire, et devait donc être « traduite » dans les bonus. Les tâches des *traders* concernaient l'utilisation des techniques de *trading* selon les demandes des clients, et des « sorties », payées par le *broker*, comme dans le cas des vendeurs. Face à la personnalisation de l'évaluation financière, les *traders* mettaient en avant l'importance de leur savoir-faire de *trading* et une capacité à fidéliser des clients à travers les rapports personnels qu'ils tissaient avec eux. Puisque le *trading* n'était pas lié à une réflexion sur la valeur dans un dialogue interprétatif, les procédures de mise en rapport comme les sorties étaient souvent considérées comme un achat des commissions de leurs clients, de manière plus poussée que dans le cas des vendeurs. L'opposition entre vendeurs et *traders*, liés par une relation de complémentarité, s'organisait dans la tension entre « vente », « marché » et « réflexion ». Les transformations dans l'organisation de la distribution des commissions par les entreprises de gestion, qui donnaient une importance croissante aux *traders*, rendaient la tension plus forte, tout en la maintenant dans un flou sur les rôles de chacun dans la stabilisation de la relation commerciale (2).

Dans leurs commentaires quotidiens et dans les entretiens, les vendeurs se disaient préoccupés par les transformations dans les rapports avec les gérants. Les grandes maisons de gestion de fonds avaient développé des systèmes de paiement qui pouvaient, à terme, éliminer la part personnelle dans la génération de commissions. J'ai pu observer ce système, que les acteurs de Brokers Inc. décrivaient pour ses clients basés aux Etats-Unis, dans les pratiques de l'équipe d'Yves à Acme. Dans cette nouvelle organisation, chaque gérant ne donnait plus des ordres d'achat et de vente à ses *traders* en lui indiquant le *broker* qui devait être payé. Les gérants émettaient un vote, avec une notation, pour chaque maison de *brokerage* avec laquelle ils travaillaient, en indiquant ce qui les intéressait, et en distinguant, par exemple, les

analystes des vendeurs. Ces votes étaient rassemblés au sein l'équipe dans une liste commune remise au bureau de *trading* de leur entreprise. Les *traders* distribuaient des commissions à chaque *broker*. Les votes indiquaient le nom de chaque vendeur, et étaient accessibles par les maisons de *brokerage*, ce qui permettait encore de retracer le lien personnel entre le gérant qui votait et le vendeur qui s'occupait de lui. Mais les *traders buy side* avaient une marge de manœuvre supplémentaire dans le choix de leur partenaire, ce qui rendait plus important leur rapport personnel avec les *traders sell side*. Les rapports entre vendeurs et gérants allaient devenir des rapports entre *brokers* et entreprises de gestion, ce qui correspondait au traitement en équipe de l'information et à l'importance moindre des « personnalités » et de l'évaluation fondamentale dans la gestion indicielle. Ces évolutions étaient décriées par les tenants d'un système dans lequel les importances relatives entre *traders*, analystes et vendeurs demeuraient favorables aux derniers, mais dans un flou organisé, avec des places mouvantes (3).

1) Les rapports entre analystes et vendeurs : la « représentativité », le chiffre d'affaires et l'« espoir »

Les analystes de Brokers Inc. travaillaient dans l'équipe qui s'occupait de gérants basés en Europe qui investissaient aux Etats-Unis. Leur travail d'analyse répondait aux méthodologies normées de la profession. Mais leur légitimité était fragile dans l'entreprise, du fait qu'ils étaient considérés comme un *« alibi »* de vente, plutôt que comme une source fondamentale d'information. Les controverses concernant leur statut rejoignaient néanmoins celles développées par les vendeurs travaillant pour des clients basés aux Etats-Unis concernant les analystes basés à Paris, surtout dans la différence d'approche des pratiques d'évaluation. Alors que les analystes étaient censés effectuer une analyse fondamentale la plus « représentative » possible, les vendeurs devaient vendre des « histoires » personnalisées aux clients. L'importance de chaque tâche dans la génération du chiffre d'affaires organisait une tension entre « représentativité » et une capacité à transformer l'analyse en « espoir »[395], qui pouvait être considérée comme la perversion de la première dans la « vente ».

Marginalité des analystes à Brokers Inc.

[395] Hiro Miyazaki a analysé la catégorie d'« espoir » dans la finance comme ce qui est absent dans la réalité et présent dans la théorie, ce qui est le cas, comme on l'a vu, avec ce que j'ai appelé le « paradoxe » de l'évaluation fondamentale. Cf. Miyazaki, H. 2006, « Economy of Dreams: Hope in Global Capitalism and Its Critiques », *Cultural Anthropology* 21 (2), pp. 147–172. La catégorie d'« espoir » n'est pas analytique pour moi, mais correspond à des manières de distinguer les tâches de l'évaluation par les acteurs eux-mêmes.

A Brokers Inc., le bureau travaillant avec des clients basés en Europe était composé d'un vendeur senior, Hervé, d'un vendeur junior, d'un *trader*, et de quatre analystes, dont un senior, un junior et deux stagiaires payés par Brokers SA et envoyés par des personnes basées à Paris en accord avec André et Hervé. Le chiffre d'affaires généré par cette équipe provenait totalement, à l'époque de mon enquête, des commissions payées par des clients traités par Hervé. Le vendeur junior, Julien, est arrivé pendant que j'étais en stage, et je n'ai pu l'observer que dans les premiers mois de travail, pendant lesquels il démarchait des clients sans être payé par ceux-ci. Il avait 28 ans et trois ans d'expérience comme vendeur d'analyse financière sur des actions cotées en Europe pour des clients basés aux Etats-Unis. Il devait donc à la fois démarcher des clients et apprendre à connaître les marchés boursiers américains. Hervé, par contre, à 42 ans, avait plus de dix d'expérience comme vendeur sur les marchés américains et travaillait à Brokers Inc. depuis quatre ans. Le gros de son chiffre d'affaires était composé par les commissions payées par des clients qui l'avaient « suivi » lorsqu'il avait quitté son ancien employeur, la Compagnie, à New York, où il effectuait le même travail qu'à Brokers Inc. Il avait négocié son salaire et son statut en arguant de ce chiffre d'affaires mobilisable, tout en n'étant pas certain que ses clients le suivraient.

A Brokers Inc. il avait constitué une petite équipe d'analystes pour des questions de statut, ce qui fragilisait fortement leur légitimité. Il m'expliquait en entretien ce qu'il ne disait pas en présence des analystes, mais que les autres employés de Brokers Inc. remarquaient souvent avec sarcasme ou compassion : *«* [l'équipe d'analystes] *a plusieurs rôles. Un rôle c'est un peu comme le coup de téléphone que l'on fait, c'est la présence, c'est d'affirmer la présence de Brokers Inc. au niveau des actions américaines sur le bureau du client. Bon, « sur le bureau », ça peut passer par l'e-mail, ou par le fax, mais c'est qu'il voit le nom de Brokers Inc., qu'il voit qu'il y a tous les jours quelque chose qui vient de Brokers Inc. Bon, ça c'est absolument essentiel* […] *mais, je dirais que la recherche de Brokers Inc. sur le marché américain est un alibi de vente, ou un appui à la vente, plutôt qu'un outil. Non pas parce qu'elle est pas bonne, elle est très bonne, mais parce que c'est pas avec deux ou trois personnes qu'on peut couvrir l'ensemble du marché* […] *un alibi c'est-à-dire « voilà, on est une maison qui offre tous les services, donc on a la recherche, on a le* trading*, on a le euh, comment dire, le* brokerage*, la vente », euh… est-ce qu'on pourrait faire sans ?...*

Moi : mais vos clients savent que…

Hervé : absolument ! on ne ment pas. Mais ça les rassure, et puis très souvent actuellement les choses deviennent un peu institutionnalisées, donc, quand ils doivent justifier du choix d'un broker*, donc en gros ils doivent mettre des notes, ou au moins mettre un*

commentaire par rapport à différents secteurs d'activité. Et je te dis, les trois secteurs d'activité d'un broker *qu'on attend d'avoir, c'est la vente, donc le* broker*, le* trading*, donc l'exécution, d'avoir les ordres qui sont exécutés par le* trader*, et la recherche. Donc ça ne sert à rien en gros de se couper l'herbe sous les pieds, si des clients sont amenés à voter, de pas avoir la case à remplir « recherche », c'est dommage. Alors, les clients peuvent remplir cette case, mais ils savent qu'on a ça pour créer, non pas une apparence d'avoir de la recherche, parce que la recherche existe, mais pour créer une présence, disons ».*

Les analystes produisaient plusieurs documents de tailles et de contenus variables, selon des périodicités fixes, en mobilisant l'ontologie de la valeur actionnariale selon les normes établies dans la profession, que j'ai décrites plus haut. Nicolas, l'analyste senior, avait travaillé plusieurs années avec Hervé à la Compagnie et l'avait suivi à Brokers Inc. Ils avaient ensuite embauché Jérôme, qui avait été analyste et vendeur pendant quatre ans pour des grandes fortunes en Floride, au sein d'une des plus grandes banques internationales. Nicolas avait fait une école de commerce en France et avait passé le niveau I du CFA. Il préparait le niveau II lorsque j'ai pu l'observer. Jérôme avait une licence obtenue dans une université américaine, avec une spécialisation en finance et économie, et songeait à passer le niveau I du CFA. Contrairement à eux, Hervé avait commencé à travailler dans la finance à l'âge de trente ans, après une carrière de pianiste professionnel. Il avait suivi des cours d'administration d'entreprise et de finance à la New York University, mais concédait volontiers avoir peu de connaissances en comptabilité et avoir appris son métier *« sur le tas »*. Hervé demandait de temps en temps aux analystes de faire une recherche spécifique pour un de ses clients. C'étaient les seuls cas dans lesquels les analystes me disaient *« sentir qu'*[ils] *ser*[vaient] *à quelque chose »*. Le reste du temps, les analystes produisaient des documents qu'Hervé n'utilisait pas dans ses arguments, qui n'étaient pas publiés sur le site Web de Brokers SA, et sur lesquels ils n'avaient pas de retour personnel de la part des gérants.

La fragilité des analystes ne provenait pas de leur parcours, ni de la méthodologie qu'ils appliquaient dans leurs analyses. Les documents qu'ils produisaient contenaient les mêmes types d'arguments que ceux d'autres analystes, avec les mêmes données et les mêmes concepts. Leur position marginale concernait le fait qu'ils n'étaient pas nécessaires à la bonne qualité de l'analyse personnalisée proposée par Hervé à ses clients. Ceci posait clairement la question de l'utilité des analystes financiers pour la rentabilité des entreprises de *brokerage*. Les arguments avancés par les analystes de Brokers Inc. basés à New York répondaient à une logique de différenciation hiérarchisée entre vendeurs et analystes qui concernait aussi les

analystes basés à Paris. Dans le cas des analystes que j'ai pu observer, cette hiérarchie était poussée à l'extrême où leur poste de travail était lui-même menacé.

La supériorité de l'évaluation financière personnalisée sur la recherche fondamentale

Les vendeurs de Brokers Inc. travaillant pour des clients américains étaient unanimes sur un point concernant leur rapport aux analystes financiers basés à Paris : tous considéraient ouvertement qu'il était de leur devoir d'effectuer leurs évaluations de manière « indépendante » des analystes, ce qui pouvait les mener à se distinguer des opinions de ces derniers. Ceci devait néanmoins être fait avec beaucoup de précaution. Les gérants et analystes *buy side* recevaient en effet par courrier électronique toutes les analyses produites par Brokers SA, auxquelles ils souscrivaient, et y avaient accès librement sur le site Web de l'entreprise, réservé exclusivement aux clients et aux employés de la compagnie. Les vendeurs étaient donc tenus de connaître les arguments et raisonnements de l'analyste qu'ils étaient prêts à critiquer. L'expérience était considérée comme le facteur crucial de distinction. Jacques remarquait qu'avec sa faible expérience, il lui arrivait rarement de s'opposer au point de vue des analystes. Son travail consistait plutôt à les reprendre en les complétant et synthétisant selon les besoins de chacun de ses clients.

Juliette et André, par contre, avaient une attitude plutôt méprisante concernant les analystes basés à Paris. Dans des commentaires lors de conversations rapides, ils remarquaient souvent qu'ils avaient plus de dix ans d'expérience d'évaluation des actions cotées sur les marchés européens et notamment en France, c'est-à-dire souvent bien plus que les analystes eux-mêmes. Certes, ces derniers connaissaient mieux les détails comptables des entreprises de leurs secteurs de spécialisation, rencontraient plus souvent leur direction, et suivaient de près leur contexte commercial. Mais l'expérience ne se résumait pas à ce savoir. Elle concernait des convictions personnelles, des raisonnements acquis avec le temps, autant sur les entreprises évaluées que sur les clients qui fournissaient les commissions. Selon Juliette : *« l'idée c'est que, encore une fois, nous, ce qu'on doit faire, c'est le filtre, tu vois, j'ai suffisamment d'expérience et c'est mon rôle. C'est pas parce qu'un petit jeune analyste vient de commencer, vient de trouver une valeur et va me dire qu'il faut l'acheter que moi je vais dire qu'il faut l'acheter. Un : c'est moi qui doit aller… je veux que l'analyste me convainque moi d'abord. Donc déjà je fais un gros filtre…*

Moi : et tu peux dire à ton client : « mon analyste dit ça, mais moi je ne suis pas d'accord » ?

Juliette : oui, tout à fait ! d'abord, je ne suis pas obligée de le lui dire, je ne suis pas obligée de lui dire tout ce que pense l'analyste. Je le ferai s'il me le demande : « que pense ton analyste de telle valeur ? », je lui dirai : « il dit ça, mais moi je pense que… », et ça c'est mon boulot, de bien faire mon boulot. Le matin quand je lis mes mails, c'est à moi d'interpréter, quand je lis ce que racontent les analystes, c'est à moi d'interpréter ce que dit l'analyste et de dire si ça vaut le coup ou ça ne vaut pas le coup. Donc déjà j'élimine pas mal de choses. Après, la façon dont moi je travaille, c'est que quand je dis à quelqu'un : « il faut acheter, il faut vendre », je suis convaincue moi-même. Donc ça veut dire que j'ai un raisonnement derrière ».

Comme on l'a vu plus haut, la « conviction » du vendeur pouvait en fait être très variable, et son analyse pouvait de fait s'orienter plus vers ce qu'il croyait que son client voulait entendre que vers une « certitude intime ». Cette dernière était néanmoins mobilisée en entretien par Juliette pour justifier la capacité du vendeur expérimenté à se dégager de l'opinion de la personne qui était censée le mieux connaître les entreprises évaluées. Juliette reprenait le vocabulaire du *« filtre »* pour expliquer l'intérêt de ce dégagement. Son travail de personnalisation de l'information financière dans le rapport dialogique avec le client impliquait parfois l'opposition avec les données et interprétations fournies par les analystes. Elle remarquait que c'était son *« boulot »*, ce qui était attendu d'elle. Il s'agissait d'un des éléments constitutifs de la personnalisation de l'évaluation financière. En même temps, il se situait dans un espace ambigu, puisque la *« conviction »* personnelle du vendeur était explicitement construite à partir de moins d'information sur l'entreprise évaluée que celle de l'analyste.

Dans le bureau de Brokers Inc., le discours dominant porté par les vendeurs insistait sur le fait que les analystes financiers n'étaient souvent pas très utiles pour l'évaluation personnalisée, qui était à l'origine des commissions payées par les clients. Ceci était explicite dans le cas d'Hervé, comme nous l'avons vu. André remarquait de son côté qu'il trouvait que l'analyse financière produite par Brokers SA n'était généralement pas de « bonne » qualité, excepté quelques analystes particuliers. Ceci était dû au fait que la direction de l'entreprise avait embauché des *« clones des grandes écoles »*, qui connaissaient les méthodes d'analyse mais n'avaient pas d'*« originalité »*. Ces embauches massives des dernières années, profitant de la manne de la bulle Internet, avaient changé le produit offert par l'entreprise, dans la stratégie officielle de rapprocher cette dernière des grandes compagnies de *brokerage*, comme

je l'ai expliqué plus haut[396]. La critique d'André concernait en partie sa propre liberté dans les rapports avec ses clients personnels. Ces derniers l'avaient « suivi » lorsqu'il avait changé d'employeur, et leur « loyauté » pouvait être considérée comme indépendante de l'analyse produite par Brokers SA. Mais la critique d'André concernait aussi sa négociation constante des rapports financiers avec la compagnie mère.Il remarquait que Brokers Inc. pouvait être considérée comme une franchise de Brokers SA, dont elle utilisait un nom réputé en France, une structure qui donnait une certaine visibilité, qui fournissait des analyses et qu'elle payait en reversant une partie de ses revenus à la maison-mère. En insistant sur la faiblesse de l'analyse fournie par Brokers SA, André mobilisait un argument dans une négociation pour faire baisser le prix de la franchise et, de manière plus générale, le droit de regard de la direction de Brokers SA sur son entreprise.

Mon embauche était en partie liée à cette tension. Mon travail consistait à réaliser des analyses financières de petites entreprises cotées qui n'étaient pas couvertes par les analystes de Brokers SA. Ces entreprises étaient choisies par les vendeurs de Brokers Inc., en fonction de leur curiosité ou des demandes explicites de certains de leurs clients. Lorsque mes analyses ont commencé à avoir une allure suffisamment professionnelle, André m'a indiqué de les envoyer aussi à des vendeurs basés à Paris en disant, dans la grande salle, devant tout le monde, qu'il allait *« montrer à ces cons de Paris qu'avec un stagiaire que je ne paie même pas je peux faire mieux qu'eux avec leurs analystes sortis des grandes écoles »*. Je n'ai pas pu avoir les échos de cette pression à Brokers SA, sauf de manière indirecte. A une occasion, on m'a demandé de réaliser un document d'analyse sur une compagnie, Afflelou, qui venait d'être introduite en bourse et avait été analysée un mois auparavant par un analyste de Brokers SA, mais n'était plus couverte depuis. J'ai repris l'analyse initiale faite par Brokers SA, qui contenait de fait de nombreuses erreurs dans les données comptables prises en compte, et qui proposait une évaluation très élevée par rapport au prix coté de l'action. J'ai refait l'analyse en produisant un document avec une évaluation négative, considérant que le prix réel était trop élevé par rapport au prix théorique, ce que je retrouvais dans des analyses fournies par d'autres *brokers*. Mes analyses ne pouvaient pas être présentées aux clients officiellement, puisque je n'étais pas un employé de l'entreprise et je n'avais pas passé d'examens d'habilitation. Elle fut envoyée à de nombreuses personnes à Brokers SA. Une semaine plus tard, la compagnie Afflelou était à nouveau sur la liste des entreprises couvertes par Brokers SA, selon leur site Web, et on pouvait y trouver une nouvelle analyse, faite

[396] Cf. Ch. A.

récemment par un analyste de Paris, qui arrivait à des conclusions proches des miennes et des analystes d'autres compagnies de *brokerage*.

L'attitude des vendeurs par rapport aux analystes de Paris était semblable à celle d'Hervé par rapport à ses analystes basés à Brokers Inc. Elle consistait à considérer de manière assez explicite que leur participation dans la génération de commissions était très faible, et qu'ils constituaient plus un alibi de vente qu'un vrai outil pour l'évaluation. Cette considération, poussée à l'extrême dans le cas d'Hervé, était accompagnée, dans les commentaires des vendeurs, d'une explication sur les besoins des gérants. Ces derniers n'auraient de toute façon pas le temps de lire toute l'information fournie par les analystes. Le « filtre » dont parlait Juliette, par lequel elle constituait sa propre « conviction », était souvent la seule analyse que ses clients prendront en compte en provenance de Brokers Inc. Ces tensions ne sont pas à comprendre comme une vérité de l'inutilité des analystes pour les gérants. Les vendeurs, de manière générale, ne pouvaient pas accomplir leur tâche sans l'existence d'analystes financiers. Par ailleurs, plus concrètement, les gérants, comme on l'a vu, avaient parfois accès directement à l'analyste pour des points précis. Par contre, il faut les comprendre comme un élément constitutif de la distribution des positions dans les organisations, qui est aussi une distribution de la position des approches de l'évaluation.

Un bon exemple de la distribution des positions autour de cette tension est la manière dont les différents acteurs, vendeurs et analystes, considéraient le DCF, c'est-à-dire l'ensemble de calculs d'actualisation qui permettent de définir un prix théorique chiffré. Comme je l'ai indiqué plus haut, cet ensemble de calculs reproduit de manière très directe les concepts constitutifs de l'ontologie de la valeur actionnariale, mais leur application implique des interprétations personnelles sur le futur qui peuvent être très différentes d'une personne à une autre, et donc donner lieu à des prix théoriques très éloignés entre eux et par rapport au prix réel de l'action cotée à un moment donné. Les vendeurs considéraient de manière générale que le DCF n'était pas un outil de vente, parce qu'il ne pouvait être résumé en quelques lignes. Pour justifier le prix théorique, en effet, il aurait fallu expliciter toutes les hypothèses par rapport au futur. Jacques me disait : *« jamais je ne dirais à un client : « je pense qu'il faut acheter parce que l'analyste me dit que son DCF lui dit que le prix théorique de la compagnie est de tant » »*. Mais de manière plus fondamentale, les vendeurs remarquaient surtout que le fait qu'on pouvait changer facilement le résultat d'un DCF en modifiant les hypothèses, faisait que le prix théorique trouvé ne représentait pas grand-chose.

Les réponses de Nicolas, l'analyste senior à Brokers Inc. consistaient à opposer l'importance de la représentativité de l'analyse, sa « qualité » en tant que définition de la vraie

valeur, à celle des pratiques de personnalisation et de vente, qui correspondaient au manque de sérieux dans l'évaluation de la part des vendeurs et des gérants. La défense de la représentativité du DCF était dans cet cas aussi une attaque contre les évaluations relatives ou spéculatives. En entretien, Nicolas se présentait comme un analyste fondamentaliste, qui devait néanmoins composer avec les variations à court terme du marché et les besoins des clients, opposant de la sorte la représentativité de l'évaluation à la vente et à l'espoir : *« il y a des éléments de valorisation qui sont pas abordables, qui sont pas... qui sont pas vendables. Donc après ça dépend du degré de sophistication du client. Il y a des clients qui sont sophistiqués, euh…. Le DCF est un modèle compliqué donc, euh, il faut euh, on peut pas dire : « en DCF on arrive à un cours cible de 30 », il faut dire : « avec un DCF qui prend en compte telles hypothèses, telles hypothèses, telles hypothèses, on arrive à 30, et si vous n'êtes pas d'accord avec certaines hypothèses, on peut vous le recalculer », alors là le client il va dire : « mais qu'est-ce qu'il raconte ?! », ça casse le discours, ça devient ennuyeux, c'est une catastrophe. Aucun vendeur dans la profession ne parle de DCF. Le DCF est uniquement là, parce que tout monde sait que c'est le seul moyen d'évaluer une société, donc il faut que ce soit dans une étude, parce que sinon euh…* […] *bon il y a énormément de problèmes avec les valorisations comparables* […] *l'énorme problème du comparable, c'est que quand t'as une forte variation du secteur à la hausse ou à la baisse, peut-être que le comparable va pas changer, et ça c'est un énorme problème, surtout quand la variation est à la baisse. Le comparable c'est de dire, quand Amazon valait 200, c'est de dire : « ben c'est pas cher, Amazon se paie 50 fois les ventes alors que Yahoo ça se paie 200 fois les ventes ». Ben oui, mais en DCF, ça vaut pas 200 fois les ventes, ça vaut pas 100 fois les ventes, ça vaut pas 10 fois les ventes, ça vaut deux ou trois ! Donc c'est, en fait, dire : « tel mouton est plus blanc que tel autre », on sait pas si les moutons vont à la catastrophe ou au pâturage, on sait pas où les moutons vont, et c'est ça le problème du comparable* […] *Donc* [le DCF] *te met à l'abri des bulles, ça te met à l'abri des* crashs*... donc parfois le problème, c'est que le DCF te met complètement en décalage. Et c'est le problème des analystes de Wall Street* […] *le problème du DCF c'est que c'est un instrument de long terme* […] *Quand je fais ma DCF et que ma DCF marche, ça va me convaincre qu'il faut que je fasse l'étude. Mais je peux pas appeler le client, euh, je ne peux pas mettre en première page : « la DCF dit que ça vaut 20 dollars » alors qu'en fait ça en vaut 5, ça marche pas, les gens achètent pas ça. Les gens achètent une histoire, un changement de management, ils achètent des matrices qui s'améliorent, ils achètent de l'espoir, euh… une dynamique qui se met en place, tu vois… Donc c'est vraiment la DCF qui va me permettre de dire, je fais l'étude ou je la fais pas.* […] *Une fois que tu sais*

que de toute façon, ta boîte elle va pas, elle vaut au moins 20 et qu'elle est à 15, bon ben déjà t'es plus confortable. Et puis, après, la deuxième question c'est : « est-ce qu'il y a vraiment quelque chose d'intéressant dans cette boîte ». C'est bien gentil d'avoir des boîtes qui sont sous-évaluées. […] *Il y a toujours des sociétés, des secteurs qui sont délaissés. Donc en fait ce qu'il faut voir c'est: est-ce qu'il y a une dynamique en place dans la boîte qui fait que l'histoire est intéressante. En fait ils ont peut-être une marge dans la réalisation de résultats, ils ont peut-être une possibilité de repositionnement, ils vont peut-être vendre une unité qui perd de l'argent et puis se restructurer, et puis ça va améliorer la prime.* […] *Moi je ne sais pas ce qui se passe dans le court terme* […] *il n'y a pas de fondement théorique pour* . […] *Les gens utilisent des comparables, sur des entreprises qui ne sont pas comparables, des espèces de P/E historiques, et quand ça va pas dans son sens on prend des* price/sales *historiques, et si le* price/sales *historique n'est pas intéressant, on prend le* book value *historique, il y en a bien une sur les trois qui va marcher hein ! Donc c'est ça le problème, c'est qu'on revient au même débat de comparaison de P/E historique. Le P/E historique, euh, on s'en fout du P/E historique ! toutes ces mesures* […] *il faut tout un tas d'ajustement pour ces mesures ! donc ces mesures jetées en pâture comme ça, c'est pour aller dans le sens où on veut aller. Et très souvent, malheureusement, dans le sens des clients…* […] *Le client veut savoir quoi faire maintenant* […] *les gens ont des perspectives très court terme* […] *le DCF dit ce que ça vaut aujourd'hui pour les cinq prochaines années ».*

Dans une argumentation longue, Nicolas oppose un savoir-faire *« compliqué »*, celui de l'évaluation fondamentale qui ne pourrait être effectuée qu'avec les calculs d'actualisation du DCF, aux pratiques des vendeurs et des gérants, qui les éloigneraient de l'évaluation juste. Ces pratiques concernent le *« court-termisme »* de l'évaluation, qui vise à un retour sur investissement après quelques mois, et l'attention prêtée à des éléments d'évaluation qui ne concernent pas les fondamentaux de l'entreprise, mais des évaluations relatives et spéculatives. Comme je l'ai montré plus haut, les vendeurs utilisent toutes les approches de l'évaluation dans leurs rapports avec les gérants, ce qui est aussi vrai pour les documents produits par les analystes. De ce point de vue, les documents produits par Nicolas n'étaient en fait pas différents. Sa défense de l'approche fondamentale visait plus à défendre son savoir-faire spécifique qu'à nier des éléments constitutifs de l'évaluation dans son milieu professionnel. Il remarquait à d'autres occasions que l'approche fondamentale était de fait limitée de deux manières par les rapports professionnels. D'une part, pour effectuer ses prévisions sur le contexte économique général et/ou sectoriel, n'ayant pas le temps et les moyens intellectuels et techniques de mener ses propres recherches, il utilisait les données

fournies sous le nom de « consensus » par différentes bases de données. Un bon nombre des données mobilisées dans le calcul actuariel étaient donc produites par les milieux professionnels dont il critiquait par ailleurs le peu de sérieux dans la production d'information. Par ailleurs, et de manière plus douloureuse, selon son appréciation, lorsque l'analyse fondamentale le poussait à trouver une évaluation qui s'écartait trop du prix réel, il se voyait obligé de corriger les « prévisions » pour trouver un prix théorique plus plausible. Il m'expliquait qu'autrement, même si sa « conviction » le poussait à accepter un prix théorique éloigné, son analyse perdrait toute crédibilité auprès des clients, et même d'Hervé, qui ne lui permettrait pas de la leur envoyer.

Jérôme, l'analyste junior de l'équipe, avait travaillé auparavant comme vendeur d'analyse financière pour des fortunes privées en Floride. Il m'expliquait, ce qui était évident selon les normes professionnelles, que s'il avait voulu gagner plus d'argent, il aurait gardé ce poste, qui avait de grandes perspectives de croissance et pouvait donner lieu à de très hauts *bonus*. Il me disait qu'il ne l'avait pas fait parce que sa personnalité ne le lui permettait pas. Selon lui, la vente était toujours proche de la *« prostitution »*, et lui s'intéressait à la réflexion à long terme : *« nous sommes un peu les intellectuels de la finance »*. Il me disait qu'en tant qu'analyste, il se sentait très loin de l'attitude de vente, et que ce qui l'intéressait était de comprendre des entreprises, notamment sa *« passion, les vielles industries, comme la métallurgie »*. Les argumentations de Jérôme rejoignaient de nombreuses prises de position de Nicolas, avec qui il entretenait une relation cordiale. Il fustigeait la *« vision de court terme »* des gérants, et le fait que ces derniers ne prenaient pas au sérieux les complexités de l'analyse financière, ce qui faisait que même s'il pouvait se faire confiance en utilisant un DCF, il ne pourrait jamais circuler une analyse avec un prix théorique trop éloigné du prix réel. Comme son chef immédiat, en entretien et sous couvert d'anonymat, il se plaignait longuement du fait que leur statut à Brokers Inc. était très fragile, et que leurs analyses, qui demandaient *« beaucoup de travail »*, n'étaient probablement lues par personne.

La mobilisation d'arguments concernant la difficulté intellectuelle du travail d'analyse financière par ces deux personnes peut être comprise comme la recherche d'une légitimité en dehors de la génération de commissions et leur transformation en bonus. Elle s'inscrit néanmoins dans la manière de comprendre l'analyse des vendeurs qui, comme on l'a vu, insistent sur leurs propres capacités intellectuelles. De manière plus fondamentale, les analystes mettent en avant la spécificité de l'approche fondamentale, qu'ils sont les seuls à effectuer de manière aussi approfondie, par rapport aux vendeurs, aux *traders* et aux gérants. Les remarques des analystes de Brokers Inc. consistaient à analyser et juger leur isolement

organisationnel et leur marginalisation dans la distribution des bonus en termes de différences d'approche de l'évaluation financière. Cette description de leur situation correspondait en bonne partie à la distribution effective des tâches professionnelles. Comme on l'a vu, peu de gérants s'intéressent à des investissements de très long terme basés uniquement sur l'analyse fondamentale telle qu'elle peut être développée avec un DCF. Ce qui était décalé dans leurs discours était leur défense de la supériorité de cette approche de l'évaluation par rapport aux autres. Ce décalage ne résidait pas dans leur perception du contenu concret des différentes tâches professionnelles, qui aurait été erronée, mais dans la place de leur tâche professionnelle au sein de cette distribution, c'est-à-dire le fait que de nombreux vendeurs pouvaient faire leur travail sans être épaulés par une équipe d'analystes. Les analystes de Brokers Inc. se moquaient régulièrement du fait qu'Hervé avait de faibles bases en comptabilité, ce que l'intéressé concédait avec ironie. Etonné par ce qui me semblait être une contradiction, au début de mon stage, entre ce qui faisait la légitimité des vendeurs et ces discours, j'ai demandé à Jacques ce qu'il pensait de la qualité de l'analyse que vendait Hervé. Jacques me répondit, laconique : *« je pense que si ce type est capable de ramener deux millions et demi de dollars à Brokers Inc., il doit pas être mauvais »*.

La gestion indicielle et le court terme en tension avec l'analyse fondamentale

Les analystes de Brokers Inc. étaient dans une position que tous reconnaissaient comme difficile, du fait qu'ils servaient plus d'alibi de vente que de base informative pour l'évaluation financière. Mais les commentaires de leur supérieur, Hervé, les concernant, retrouvent ceux qui étaient développés par André au sujet des analystes basés à Paris. Les vendeurs expérimentés pouvaient considérer que l'analyse financière produite par les analystes n'était qu'un appui pour la stabilisation des rapports commerciaux avec les clients. Les analystes de Brokers Inc. se positionnaient comme les seuls respectueux de la véritable évaluation fondamentale, alors que celle-ci se perdait dans les besoins de la vente qui, du point de vue du dialogue évaluatif, se situait dans le court terme et faisait feu de tout bois pour créer des « histoires » et de l'« espoir » sur l'évolution future des cours. Il était clair pour tous les acteurs que, dans la profession, de manière étendue, les vendeurs ne pouvaient pas se passer des analystes. Mais au cas par cas, ceci était moins vrai, et à Brokers Inc., les deux professions étaient distinguées par un rapport de forces dans lequel les derniers étaient clairement perdants. Dans les quelques très grandes compagnies internationales de *brokerage*, certains analystes acquièrent par contre une réputation importante, qui se traduit par des bonus parfois plus importants que ceux des vendeurs, et un respect intellectuel de leurs « opinions »

sur le marché des actions. Ces cas sont particuliers, les analyses produites par ces analystes étant des références communes dans la profession dans son ensemble. Ce phénomène est exacerbé dans la définition des indices et, comme on le verra pour les ABS, dans le cas des agences de notation.

La place des vendeurs dans l'organisation des pratiques d'évaluation dans la profession dans son ensemble était en train de changer lentement à l'époque de mes observations. L'importance de la personnalisation de l'évaluation financière s'amoindrissait lentement. Cependant, ce mouvement ne semblait pas favoriser les analystes financiers, du fait de l'importance croissante de la gestion indicielle et de la pression sur les gérants concernant les performances à court terme.

Dans le cas de l'approche dite « classique », caractérisée par le *buy and hold* et la réplique d'un indice dans lequel il s'agit de sous ou sur pondérer certaines actions, la recherche fondamentale est moins importante que dans le cas, presque mythique, où le gérant choisit chacun des titres strictement en fonction de ses prévisions sur l'évolution future de leur prix, à partir des performances de l'entreprise. Les indices, produits par quelques grandes entreprises, effectuent une partie du travail de recherche des gérants, en identifiant la liste des entreprises dans lesquelles ils doivent choisir. La technique de la sous- ou sur-pondération est par ailleurs très liée à l'évaluation relative. Il s'agit moins de savoir quelle sera l'évolution de l'entreprise dans le futur, que de savoir si cette évolution sera meilleure que celle des autres entreprises présentes dans l'indice. Finalement, le besoin de produire des performances à court terme incite souvent les gérants à sur-pondérer des entreprises, à l'intérieur de l'indice, pour lesquelles ils considèrent que le prix va s'apprécier dans les trois mois qui suivent, ou au plus tard dans un an[397]. L'appréciation de court terme du prix peut être due à des mouvements spéculatifs, ou a la « prise de conscience », par les autres acteurs, d'un facteur dans l'activité de l'entreprise qui fait que le prix de ses actions doit être plus élevé, afin de le refléter. La recherche fondamentale doit être orientée vers ce que les acteurs appellent souvent un *« catalyseur »*, un élément qui fera varier le prix de l'action dans le court terme.

Thierry, analyste *buy side* de l'équipe de gérants d'Acme investissant dans des entreprises européennes de petite capitalisation, aurait pu être un client de Brokers SA, et utiliser les mêmes documents que ceux qui étaient présentés à leurs clients par les vendeurs que j'ai observés à New York. Ceci n'était pas le cas, car son équipe était servie par un autre *broker* qui fournissait le même type de services. Il m'expliquait qu'ils n'étaient que deux

[397] Une fois que le gérant considère que le gain a été fait sur une action particulière, il en vend une partie et se *« remet à l'indice »*.

gérants et trois analystes, avec un milliard d'euros sous gestion, pour un univers d'investissement potentiel de 3000 entreprises. Dans les petites capitalisations, il y a souvent peu d'investisseurs par entreprise, avec de faibles montants. On dit que le marché est « peu liquide », car un investisseur peut ne pas trouver d'acheteur ou de vendeur des titres à tout moment, et le marché peut même être bloqué dans des cas de panique, où personne ne veut acheter et les vendeurs, face à la baisse brutale des prix, préfèrent attendre. L'équipe suivait l'indice produit par Morgan Stanley, comme leurs collègues des grandes capitalisations, et devait choisir un nombre limité de compagnies dans lesquelles investir. Thierry déclarait fièrement être intéressé par la vie des entreprises, mais remarquait qu'il n'avait pas le temps de faire de l'analyse fondamentale pour choisir les compagnies dans lesquelles il recommandait aux gérants de son équipe d'investir. Le choix était basé sur celui des *brokers*, et son travail consistait à corroborer leur information en allant voir les gérants des entreprises personnellement, lors de présentations au caractère « public », auxquelles participaient souvent plusieurs analystes *buy side* de différentes entreprises de gestion :

« Moi : si ce n'est pas suivi par des brokers*, vous ne prenez pas ?*

Thierry : et oui… […] *globalement, les dossiers, ils nous viennent par les* brokers*, ils nous disent : « tiens, on a vu telle boîte, il faudrait rencontrer cette société parce qu'on pense qu'elle est bonne », ça c'est* […] *dans toute l'Europe* […] *on suit les recommandations de* brokers*, aussi, bon on les écoute en tout cas, on se fait une idée indépendante. C'est le but d'avoir des équipes d'analyse en interne,* buy side*, par rapport aux équipes du* broker*, qui n'est pas forcément indépendant, on l'a vu, on a compris ! Donc avec des équipes* buy side*, on essaie de faire un travail pour pouvoir dire : « non, finalement, on ne croit pas du tout à cette histoire là », on essaie d'avoir une valeur ajoutée quand même.* […] *je pense que globalement on doit voir bien 400 boîtes par année* […] *personnellement, 5 à 6 par jour.* […] *Tu vois, là je vais dans les pays nordiques, en Scandinavie, je vais voir dix-sept boîtes en deux jours.*

Moi : et ça c'est organisé par les brokers *?*

Thierry : oui… […] *dans mon suivi au jour le jour, je dirais* [que je couvre] *80* [entreprises]*, donc 80 que je connais relativement, relativement bien, et puis que je connais, mais peut être moins précisément dans les chiffres, je dirais 150 à peu près.* […] [je travaille] *de huit heures et demie à dix-neuf heures…* […] *Les indices, on prend le MSCI Europe. On est benchmarkés par rapport à ça. Donc aujourd'hui, l'allocation sectorielle des* small caps*, d'*Acme Small Caps*, est équipondéré, ou très proche des pondérations du secteur, parce qu'on a du mal à sentir où va le marché, donc on ne veut pas prendre de risques, on ne veut*

pas, euh, on a une bonne perf depuis le début de l'année, donc on s'est remis équipondéré le temps que le marché nous donne des signes favorables, donc on s'est mis à l'indice. A l'indice, sectoriellement, à l'intérieur des secteurs, les valeurs sont vraiment différentes, […] *donc on a un risque d'allocation sectorielle* […] *le* target *c'est de sur-performer l'indice et d'être bien classé par rapport aux concurrents* […]. *Ce qu'on fait, c'est suivre des limites, en fonction du P/E, par contre en* small cap *on n'a plus de* discounted cash flow*, on n'a plus d'EVA, parce qu'on a tellement de valeurs à suivre ! Par contre, on suit le consensus, on sait quels sont les consensus, on sait ce que va sortir la boîte, et en fonction de ça on dit : « on va acheter » ou : « on va pas acheter ». On croit à la boîte… qu'est-ce qui va faire la décision d'achat ? On croit à la boîte, la valorisation est bonne, le marché est bon, on l'achète.*

Moi : […] *c'est du* buy and hold ?

Thierry : oui, tout à fait, tout à fait ! ça peut nous arriver de sortir au bout de quinze jours d'un titre qui a fait 20%, oui, effectivement, mais… ouais.

Moi : mais globalement, ce qu'on vous demande en termes de performance, c'est généralement du court terme ?

Thierry : oui, c'est clair, c'est très très clair. C'est un vrai problème, hein, il y a un conflit d'intérêts dans le corps entre l'analyse qui est fondamentale et peut être un peu plus long, et il se trouve que maintenant un analyste, surtout quand on lui tracke *ses perfs*[398]*, ben il devient plus proche des objectifs du gérant. Il est obligé de faire de la perf et il s'écarte très peu du portefeuille quoi. Donc il fait tourner ces idées, « tiens, voilà, ça y est, c'est bon », et hop on vend, on a fait la perf…*

Moi : mais en même temps, quand on fait l'analyse fondamentale, on se dit: « il faut voir les résultats arriver, il faut attendre un an ou deux », l'entreprise, c'est pas en trois mois qu'elle crée de la valeur…

Thierry : t'as raison ! c'est des vrais problèmes de timing*, le gérant parfois vient me dire: « tiens, mais dis donc, on a acheté ce titre-là il y a un mois, ça a rien fait », c'est quand même fou quelque part !* […] *généralement, ce qu'on dit : « les achats longs sont des recommandations court terme qui n'ont pas marché » (rires)* […] *je sais bien, mais qu'est-ce que tu veux !* […] *Il y a de moins en moins de trucs que t'as pas vu… on essaie de plus en plus de choper le* momentum[399] *de l'entreprise, de choper la perf…* […] *c'est la loi de la perf, la perf est toute puissante. Pour les commerciaux, si on est moins bon que XYZ, ils vont*

[398] A Acme, les recommandations de chaque analyste étaient considérées comme un fonds investi, et leurs performances avaient un impact sur son bonus.
[399] C'est-à-dire profiter d'un mouvement de court terme au moment où il a lieu.

choisir XYZ, s'il y a un autre fond qui est meilleur, ben on va être en concurrence avec lui […] *on est en concurrence entre nous. Les meilleurs fonds sont vendus par les commerciaux, donc du coup, s'ils sont vendus par les commerciaux, ben, ils sont euh… les* fees*, les* fees *vont aller à telle ou telle équipe et du coup, ben, voilà…* […]

Moi : mais en France, vous ne pouvez pas vous faire virer n'importe comment ?

Thierry : ben écoute, l'année dernière on était au dernier quartile au deuxième trimestre, on nous a bien fait comprendre qu'il fallait qu'on redresse la barre… ».

L'équipe de Thierry dépendait complètement des *brokers* dans le choix des entreprises dans lesquelles elle investissait.Le fait de devoir sur-performer un indice particulier les poussait, par ailleurs, à répliquer la pondération des secteurs, tout en se donnant des marges dans le choix des entreprises dans chaque secteur. Thierry, en tant qu'analyste *buy side*, était censé être plus proche de la recherche fondamentale que les gérants. Pourtant, il ne faisait pas d'analyse fondamentale, avec des calculs d'actualisation, mais *« fonctionn*[ait] *au P/E »*, c'est-à-dire qu'il se basait sur l'évaluation relative, celle qui lui permettait de distinguer entre entreprises à l'intérieur d'un univers d'investissement prédéfini. Il ne passait pas la plupart de son temps à lire les documents produits par les analystes *sell side*, mais plutôt à rencontrer des dirigeants d'entreprises, proposés par les vendeurs. La gestion indicielle, en définissant l'univers de ce qui est évaluable, donnait dans ce cas un rôle primordial au vendeur, qui était d'orienter les gérants dans ses choix à partir d'une approche relative, dans laquelle ce qui comptait était l'évolution des prix des actions dans un laps de quelques mois. L'évaluation était orientée vers l'analyse de la manière dont les autres participants du marché allaient prendre en compte des annonces publiques sur les comptes de l'entreprise, c'est-à-dire proche de l'approche spéculative basée sur l'approche fondamentale, que j'ai décrites plus haut. L'évaluation fondamentale, qui signait l'expertise des analystes, restait cruciale pour la définition de la liste des entreprises qui conformaient l'indice. Mais la dépersonnalisation de l'évaluation dans la gestion, à partir de la réplique des indices, ne donnait pas aux analystes un pouvoir plus important dans la capacité à attirer les flux des commissions des gérants, qui restaient, dans le cas de Thierry, plus proches des vendeurs pour faire leur choix, selon la logique très répandue du *« manque de temps »*.

Pour les analystes que j'ai pu observer à Brokers Inc., ceci était vrai au point de remettre en cause leur poste de travail. Celui-ci ne dépendait que du fait qu'Hervé devait avoir des analystes pour entrer dans les notations des gérants et pouvoir percevoir des commissions. Celles-ci dépendaient de la capacité d'Hervé à trouver des idées d'investissement parmi les entreprises les plus connues cotées aux Etats-Unis, rarement en dehors de l'indice S&P 500,

pour des gérants qui investissaient des fonds dans cinquante à soixante entreprises américaines. Une fois que l'univers d'investissement est limité par des indices, le rôle du vendeur, qui peut orienter les « idées » ou « histoires » pour prévoir des évolutions de court terme des prix, demeure plus important pour les vendeurs que des analyses de long terme selon la logique de la valeur actionnariale, qu'ils n'ont *« pas le temps »* de lire. Il est certes remarquable que ces évolutions professionnelles aient eu lieu en même temps aux Etats-Unis et en France, comme le montrent les concordances entre ce que disent les vendeurs de Brokers Inc. ayant des clients aux Etats-Unis, leurs collègues ayant des clients en Europe et les gérants basés à Paris. Cependant, on ne peut pas généraliser, à partir de ces quelques cas particuliers, sur les professions en général. Notamment, le rôle des analystes dans les grandes entreprises productrices d'indices est certainement très différent. Il suffit de voir, à travers ces exemples, que l'espace des possibles de l'évaluation est une distribution des différentes approches de la valeur organisées dans des tâches professionnelles. A Brokers Inc., et dans les autres organisations que j'ai pu observer, contrairement à celui des vendeurs et des analystes, le rôle des *traders* dans la génération de commissions devenait de plus en plus important, étant donné le lien entre la gestion indicielle et l'évolution des prix dans le court terme.

2) Le rapport entre *traders* et vendeurs : l'évaluation entre « marché », « vente » et « réflexion »

Les *traders* à Brokers Inc. recevaient les ordres d'achat et de vente des clients et, par là, constituaient le moyen de paiement des services globaux de l'entreprise. Comme pour les vendeurs, ils entretenaient des relations commerciales avec leurs partenaires commerciaux, en les invitant à des sorties et en établissant des relations personnalisées sur le long terme. Ces relations n'étaient pas basées sur la réflexion commune, mais sur des caractéristiques personnelles liées au savoir-faire de *trader* et aux activités des sorties. La place croissante du *trading* mettait de ce fait en question l'importance de la réflexion dans l'évaluation. Ce changement affectait la relation à la fois de coopération et de tension entre *traders* et vendeurs, qui avaient des clients et des commissions en commun. Il déplaçait l'importance relative dans la génération du chiffre d'affaires, de la « vente », la « réflexion » et l'évaluation spéculative, c'est-à-dire les évolutions des prix à court terme dans le « marché ».

Les rôles des traders *: multiples et ambigus*

Les trois *traders* de Brokers Inc. travaillant pour des clients basés aux Etats-Unis avaient un rôle technique univoque. Ils recevaient des ordres d'achat et de vente des *traders buy side*, qu'ils transmettaient à un employé de Brokers SA, basé à Paris. Ce dernier transmettait à son tour les ordres à ce qui était appelé le « CAC man »[400]. Ce dernier était un *trader* qui avait un accès direct au marché des actions Euronext. Son travail consistait à réaliser les meilleurs prix possibles, grâce à ce qui était censé être sa connaissance des logiques spéculatives qui influençaient les variations des prix à court terme, pendant une même journée. Généralement, le « CAC man » percevait une commission, très faible, sur ces transactions. Il gagnait une partie de son revenu en investissant aussi pour le compte de son employeur, par exemple en vendant et achetant plusieurs fois dans la même journée la même action cotée, pour profiter des légères variations de prix. Pascal, le *trader* senior de Brokers Inc. m'expliquait qu'ils ne le payaient pas, car ils avaient peu de volume et ce qui intéressait le CAC man dans leur cas était de connaître de première main, lors des transactions avec eux, les tendances à l'achat ou à la vente provenant des Etats-Unis.

Les *traders* de Brokers Inc. arrivaient au bureau deux heures avant l'ouverture de la bourse à Paris, c'est-à-dire, avec la différence horaire, entre une et deux heures du matin. Dans la grande salle vide, ils lisaient les informations sur l'évolution du marché de la veille et sur ce qui s'était passé depuis sa clôture, concernant les compagnies cotées et leur environnement. Ils envoyaient ensuite de nombreux messages électroniques et téléphoniques à leurs clients, des *traders buy side*, sur ce qui risquait d'influencer les variations des prix des actions en début de journée. Peu avant l'ouverture des marchés, ils commençaient à recevoir des ordres d'achat et de vente, dont certains avaient été passés la veille, alors que les marchés en Europe étaient fermés. Vers quatre heures du matin, lors de l'ouverture des marchés (9h à Paris), ils commençaient à passer des ordres à leur contact à Paris et à répondre au téléphone pour recevoir des ordres de leurs clients. Ils pouvaient suivre l'évolution de leurs ordres dans Euronext sur leurs écrans, qui affichaient les offres, les demandes et leur résolution lors d'une transaction et passaient des heures frénétiques jusqu'à neuf ou dix heures du matin, lorsque l'activité du marché baissait, sauf en cas de nouvelles importantes.

Les quelques nuits que j'ai passées à les observer, en faisant mes propres analyses financières, nous étions dans un bureau vide, avec une excitation énorme pour ce qui se passait sur les écrans, pendant que les employés de Brokers Inc. arrivaient lentement, entre cinq et sept heures du matin, pour initier une journée qui dans les locaux avait déjà commencé

[400] Le nom se réfère de manière anachronique à l'indice de référence pour les grandes capitalisations françaises, le CAC 40.

depuis longtemps. Après la clôture du marché, vers midi à New York (17h à Paris), ils restaient encore deux ou trois heures au bureau, pour surveiller avec le *back office* qu'il n'y avait pas eu d'erreurs dans le passage des ordres et l'attribution des achats et des ventes à chaque client. Par ailleurs, les *traders* effectuaient souvent des sorties avec leurs clients, comme les vendeurs, ce qui leur laissait, comme à ces derniers, peu de temps libre en dehors des tâches professionnelles. Tout le monde reconnaissait que la vie des *traders* était la plus dure des employés de Brokers Inc., à cause des horaires qui les décalaient pendant toute la semaine, et qu'ils avaient du mal à changer pendant les week-ends[401].

Malgré la définition assez technique de leur tâche, ils pouvaient de fait avoir plusieurs rôles. D'une part, les *traders* pouvaient être considérés comme le simple moyen technique de paiement de commissions pour rémunérer les tâches des vendeurs. A l'autre extrême, pour de nombreuses entreprises de gestion, passer par Brokers Inc. était simplement un moyen facile d'accéder au marché Euronext, dans lequel les petites structures américaines ne sont pas inscrites et ne peuvent donc effectuer des transactions directement. Dans ce cas, l'évaluation financière proposée par Brokers Inc. n'était qu'une excuse, et le client n'était intéressé que par le travail des *traders*. Ce travail se situait la plupart du temps entre ces deux rôles, sans qu'il soit généralement possible de savoir quelle était l'importance respective de l'évaluation financière et du *trading* dans le paiement des commissions par les clients. Avec le développement de la gestion indicielle, l'importance du *trading* était croissante pour les entreprises de gestion, ce qui renforçait la place des *traders* dans la reconnaissance de leur capacité à générer des commissions à Brokers Inc.

Juliette expliquait ce changement ainsi : *« ça c'est un truc qui est nouveau. Au départ, non, au départ, pratiquement, le rôle du* trader *était zéro. Si tu veux, au départ, normalement, la façon dont ça se fait, c'est le vendeur qui institutionnalise la relation avec la boîte de gestion, puis une fois que t'as fait ton boulot, etc., il dit à son* trader *: « je veux payer Brokers Inc., parce que j'aime bien le boulot de Juliette », et il appelle son* trader*, et son* trader *nous contacte en disant : « bon, ben* so and so[402] *veut vous payer, donc, quel est votre contact ? ». Et c'est comme ça que ça se passe. Et après le* trader *doit faire le boulot, doit euh… le rôle du* trader *chez les clients, c'est d'exécuter les ordres comme les gérants le*

[401] Caitlin Zaloom a mis en relief la discipline explicite et rigide des *traders* dans une bourse à la criée et dans une salle de marché. Cf. Zaloom, C., 2006, *Out of the Pits, Traders and Technology from Chicago to London*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 224 p. La situation des *traders* de Brokers Inc. était de ce point de vue très particulière. Intermédiaires entre les *traders buy side* et des *traders* Français, ils n'avaient pas de fonds « propres », alloués par leur employeur pour qu'ils les fassent fructifier pour son compte. Leurs stratégies étaient « disciplinées » en étant limitées aux demandes de leurs clients et aux possibilités offertes par leurs partenaires situés en France.

[402] *« Untel »*.

veulent, au meilleur prix, un truc comme ça. Donc le rôle de notre trader *à nous c'est de faire en sorte que le* trader *du client soit content. Alors au départ c'était ça. Et les rôles et la discrétion du* trader *étaient, enfin, c'était toujours très professionnel, mais c'était pas très fort. Maintenant, de plus en plus, les* traders *ont de la discrétion. C'est-à-dire que certains* traders *ont du* business *qui n'est pas dirigé par le gérant. Il n'y a pas écrit sur le ticket : « payez Brokers Inc. », alors qu'avant c'était dirigé. Donc il doit donner du* business*, il peut faire du* business *avec les gens avec lesquels il s'entend bien. Donc c'est ça l'idée. Donc le rôle du* trader *c'est normalement moins, c'est moins que le… c'est pas lui qui institutionnalise, comme le rôle du vendeur, mais ça devient de plus en plus important ».* L'importance croissante des *traders* était liée aux changements dans les entreprises de gestion.

L'importance du trading *pour les entreprises de gestion*

Selon les commentaires des acteurs à Brokers Inc., l'importance des *traders* pour les entreprises de gestion pouvait être très variable. Les entretiens avec des gérants basés à Paris correspondaient en partie aux arguments analysés par les personnes observées à New York. Selon les approches de l'investissement, le *trading* pouvait être « fondamental » ou « sans conséquence ». Les deux positions extrêmes étaient celles des gérants dont l'approche de l'investissement consistait à acheter un titre et le garder pendant parfois deux ou trois ans, en attendant que son prix augmente lentement avec les bons rendements de l'entreprise. Jacob, qui investissait sur le long terme, m'expliquait qu'il demandait aux *traders* de trouver le meilleur prix de la journée *« pour une question de principe »*, mais qu'il ne voyait pas d'influence des variations journalières du prix sur sa performance. Yves m'expliquait par contre que la manière dont les *traders* exécutaient les ordres d'achat et de vente était très importante dans sa stratégie : *« les belles années où on fait 30%, tu t'en fiches d'une différence de 1%. Mais quand tu en es à 1 ou 2% depuis le début de l'année, l'exécution, où des fois tu peux aller à 1%, juste dans l'exécution, et des fois plus ! selon les moments de la journée, etc., donc là, tu la surveilles de près ! Alors nous on se bat avec quelques* basis points *à la fin de l'année pour battre l'indice hein ! il faut que, donc, euh… non non non, l'exécution est vraiment importante. C'est vrai que si t'as vraiment raison, sur le long terme, on s'en fiche complètement. Mais ça c'est sur deux ou trois ans. Et aujourd'hui on est pas dans un* business *à deux trois ans. Le* business *est au trimestre et à l'année, c'est très important. Ce qui compte c'est les trimestres et l'année ».*

Le gérant remarquait que la manière dont un *trader* passait les ordres pouvait faire varier le prix final de l'opération de 1%. La « qualité » du *trading* devenait donc très importante pour lui. Dans le cas d'Yves, il semblait insister sur le fait de trouver le meilleur prix dans l'achat ou la vente, dans une journée. Mais la qualification du travail des *traders* comme « bon » ou « mauvais » pouvait en fait concerner d'autres critères. Les *traders* de Brokers Inc. remarquaient que les demandes des clients pouvaient être très différentes. Certains clients, soucieux d'obtenir un prix qui reflète la variation des prix pendant la journée, demandaient par exemple que les transactions soient effectuées de manière « pondérée », pendant toute la journée. Dans ce cas, pour un ordre de vente d'un million d'euros d'actions de Total, le *trader* allait vendre dix tranches de 100 000 euros à des intervalles réguliers le long de la journée. D'autres clients pouvaient demander que la transaction se fasse à un moment particulier de la journée, ou encore qu'elle soit *« capée*[403] *»*, c'est-à-dire, que les actions ne soient pas achetées (ou vendues) à un prix supérieur (ou inférieur) a une certaine limite indiquée par le client. Cette dernière demande supposait que le *trader*, notamment le CAC man, puisse prévoir les variations futures du prix pendant la journée, afin de savoir à quel moment effectuer la transaction, un savoir-faire parfois plus ou moins revendiqué, mais dont tout le monde savait qu'il n'était jamais complètement réalisable.

Dans certains cas, lorsque les *traders* de Brokers Inc. ne parvenaient pas à réaliser un prix satisfaisant pour un client important, ils réduisaient les commissions payées, ou lui donnaient directement le prix souhaité et assumaient les pertes. Cette capacité à donner au client un prix de la transaction qui n'était pas celui qui avait été vraiment réalisé leur permettait d'établir des relations de confiance et aussi de masquer certaines erreurs. La plus commune, de l'aveu de tous les *traders*, consistait à confondre un ordre d'achat avec un ordre de vente. Jerry, le *trader* de l'équipe d'Hervé, avec cinq ans d'expérience à ce poste dans les marchés américains, me disait en souriant : *«* It happens all the time *! »*[404]. Dans ce cas, si le client avait demandé d'acheter 1 million d'euros d'actions à un prix pondéré, et le vendeur en avait vendu, il allait devoir racheter ce qu'il avait vendu plus la somme demandée.Il y avait un risque important que le prix de toute l'opération ne soit pas que le client avait souhaité. Parfois, le prix était meilleur (par exemple, dans ce cas, parce que l'action avait baissé pendant la journée), et parfois pire. Dans les deux cas, les *traders* de Brokers Inc. pouvaient négocier avec leur client le prix qu'ils allaient facturer effectivement.

[403] Le mot provient de l'anglais *« cap »*, qui signifie ici « limite ».
[404] *« Ça arrive tout le temps ! »*.

Comme pour les vendeurs, les *traders* remarquaient que leur tâche professionnelle supposait un savoir-faire spécifique, qui devait par ailleurs correspondre aux spécificités des clients. Ces spécificités concernaient la manière dont l'investissement était structuré, mais aussi des caractéristiques personnelles. Lors de mon stage, un client de Pascal avait décidé d'arrêter de travailler avec lui pendant trois mois, pour le *« punir »* parce qu'il s'était trompé et avait acheté au lieu de vendre, même si Brokers Inc. avait assumé les pertes. Pascal était d'autant plus déçu qu'il n'avait pas réalisé lui-même la transaction. En déplacement pendant la journée, il avait laissé le soin à Luke de la faire. Pascal m'a expliqué plus tard qu'il n'aurait pas fait cette erreur, car il savait que ce client était un peu trop pointilleux sur cette question précise, pour une question de principe, et qu'il aurait été particulièrement attentif. Luke, par contre, considérait que la réaction était injustifiée puisque ce type d'erreurs avait lieu très souvent et que le client, qu'il ne connaissait pas aussi bien, n'avait rien perdu avec la transaction. Le savoir-faire des *traders* concernait ainsi certaines techniques de *trading* et leur capacité a traiter les ordres des clients selon leurs demandes personnelles. Les rapports personnels avec ces derniers étaient très proches, comme pour les vendeurs. Mais contrairement à ces derniers, ces rapports n'étaient pas basés sur le partage d'une réflexion commune sur la valeur et l'importance des sorties et des bonus des *traders* donnait lieu à des justifications différentes de celles des vendeurs. La valeur des actions était comprise essentiellement comme l'effet de l'offre et de la demande à court terme, et la stabilité des revenus de Brokers Inc., du point de vue des *traders*, avait moins à voir avec la « réflexion » qu'avec la « vente » et le « marché ».

L'évaluation entre « marché », « vente » et « réflexion »

Les vendeurs, analystes et *traders* de Brokers Inc. partageaient une compréhension commune de la « qualité » du *trading* : celui-ci n'était pas essentiellement basé sur la « réflexion » ou sur les capacités intellectuelles des *traders*. Cette narrative commune donnait lieu à des positionnements différents, concernant les définitions des différentes tâches professionnelles et leur rapport au flux de commissions payées par les clients, qui se répercutait ensuite sur le bonus de chacun. Luke, *trader* dont on a vu qu'il pouvait atteindre des points de tension forts avec Jacques, considérait souvent dans des remarques rapides que les vendeurs étaient trop payés par rapport à l'importance de leur travail dans la stabilisation des rapports commerciaux. En entretien, il remarquait que *« tout le monde veut compliquer cette merde, tout le monde veut être intellectuel dans cette merde, mais c'est basique, vraiment c'est basique, c'est pas compliqué »*. Thomas, l'autre *trader* junior de l'équipe,

remarquait par contre qu'il y avait une différence entre vendeurs et *traders*, qui tenait à leurs connaissances sur les entreprises cotées. Thomas avait fait un *Masters in Business Administration*[405], et avait donc probablement plus de connaissances en comptabilité qu'Hervé. Il remarquait cependant en entretien que les « connaissances » étaient ce qui distinguait les deux professions : *«* [Pour devenir vendeur, il] *faut connaître les boîtes beaucoup plus en profondeur, faut avoir plus de connaissances en comptabilité. Je pense que vraiment, j'ai l'intellect pour le faire, si vraiment je m'appliquais. Mais pratiquement, c'est des clients complètement différents, tu vois, c'est des interlocuteurs différents, donc il faudrait que je recommence à zéro ».*

Cette distinction était constamment présente dans les rapports entre vendeurs et *traders*. Elle pouvait donner lieu à une acceptation des différentes places dans l'entreprise. Une après-midi, Jacques se reposait dans un fauteuil situé à côté de son ordinateur. Thomas, avec qui il avait un rapport amical, lui dit : *« Bon Jacques, tu te fatigues pas trop ? tu travailles ou quoi ?! »*. Jacques s'est levé du fauteuil, est allé vers Thomas et a commencé à lui taper gentiment la tête en disant : *« bon Thomas, allez, c'est quoi la création de valeur selon toi, c'est la WACC ? c'est quoi ? t'es de quelle école toi ? »*. Dans ce cas, le consensus sur la différence de connaissances permettait des blagues qui rendaient fluide un rapport potentiellement tendu. Comme je l'ai décrit plus haut, dans le cas de l'altercation entre Jacques, Juliette et Luke, ce conflit pouvait devenir plus tendu. A cette occasion, Jacques avait signifié à Luke leur différence de formation en indiquant qu'à son age, Luke, qui était à l'armée, faisait des travaux manuels, comme balayer, ce qui correspondait au fait qu'il était ensuite dans une position de *trader*. Comme on l'a vu, Luke se positionnait clairement dans cette problématique en récusant l'importance de l'« intellect »[406].

Comme les vendeurs, les *traders* avaient un budget variable et négociable pour inviter leurs partenaires commerciaux à des sorties. Comme on l'a vu plus haut, les vendeurs justifiaient souvent ces dernières, par le besoin de connaître la personnalité du gérant et sa « manière de réfléchir ». Cet argument était par contre absent dans les justifications des *traders*. Les sorties étaient plus ouvertement évoquées comme un moyen de créer un rapport affectif avec le partenaire commercial, qui influerait sur sa marge de manœuvre dans

[405] Master en administration d'entreprises.

[406] Dans d'autres entreprises, les *traders* ont souvent des connaissances mathématiques très poussées, et développent des modèles d'analyse sophistiqués, dont ils peuvent négocier la propriété avec leurs employeurs, comme l'a analysé Olivier Godechot dans *Working Rich… op. cit.* La prégnance de l'argument selon lequel la définition de la valeur ne peut être le résultat d'un « savoir » demeure néanmoins plus proche des pratiques évaluatives des *traders* que des analystes, des vendeurs ou des gérants. Cet argument est étudié auprès de *traders* au Japon dans Miyazaku, H., Riles, A., 2005, « Failure as Endpoint » in Collier, S. J., Ong, A. (eds.), *Global Assemblages. Technology, Politics, and Ethics as Anthropological Problems*, *op.cit.*, pp. 320-331.

l'adjudication des flux de commissions. Elles pouvaient être décrites en ces termes ouvertement par Pascal, lors d'un entretien qui a eu lieu à la grande table au milieu du bureau, à l'heure du déjeuner, devant de nombreux employés de Brokers Inc. qui faisaient des commentaires plus ou moins ironiques ou personnels : *« on est à la merci nous ! Nous, on baisse nos pantalons et on dit merci à chaque fois hein ! Le mec, il me file des petits ordres, au lieu de me filer un gros ordre, il me file des petits ordres de temps en temps, je m'en fous moi, ce qui compte c'est qu'il paye !* […] *Le* trader *du* buy side*, il a une liste de* brokers*, il a vingt* brokers *sur sa liste, et à chaque* trade *il peut choisir son* broker*. Il a quand même un* target *annuel qu'il doit respecter à peu près, mais il a de la marge. Donc il fait comme il veut. C'est-à-dire qu'il va aider ses copains.* [Mes clients] *je vais les voir, moi je fais les restos. Luke fait le golf, les* strips*, voilà, il fait les* strips*, le resto, moi je fais que les restos.* […] *Si tu regardes et tu dis, tiens, Luke il a emmené l'autre gros chasser le mouflon, ça a coûté dix mille dollars pour quatre jours, pour tuer deux mouflons, euh, putain, ça fait cher quoi ! Après tu te dis, tu regardes que l'autre mec, il vient de pisser 500 000 balles de* business*, et que, même si c'était déjà un gros client avant, clairement, si on avait pas eu cette relation-là, on aurait pas eu autant que ça, tu te dis : « ben, c'était dix mille balles bien dépensées ». Et des fois tu dépenses vingt mille dollars sur un mec et il n'y a rien qui vient derrière, tu peux pas savoir, mais globalement, ouais ! ».* Personne ne contestait, du moins devant les autres dans cette interaction, les propos de Pascal, qui correspondaient à une définition du travail des *traders* presque « officielle ». Les *traders* étaient censés établir des rapports personnels avec leurs partenaires commerciaux, ce qu'ils faisaient, comme les vendeurs, en partageant des sorties, payées par Brokers Inc., selon leurs caractéristiques personnelles. Luke allait volontiers à la chasse pendant un week-end, ou dans un bar de *striptease*, Thomas préférait sortir en boîte de nuit et Pascal, marié avec deux enfants, avait des clients qu'il qualifiait de *« vieux »*, avec qui il allait plutôt au théâtre ou au restaurant. Les *traders* remarquaient qu'ils établissaient rarement des rapports d'amitié qui pourraient perdurer en dehors du rapport professionnel, mais que ceci était parfois le cas. L'établissement de ces rapports personnels n'était cependant pas lié à des approches similaires du *trading*, mais au partage d'activités qui n'étaient pas liées à l'évaluation financière.

Contrairement aux vendeurs, les *traders* liaient la rémunération de leurs activités d'évaluation à un rapport de « vente », dans lequel la relation d'échange de « sorties » contre « commissions » pouvait être assumée de manière explicite. Leur rapport à l'importance de la « réflexion » dans l'évaluation financière était en partie un rapport à la distribution des bonus et à la légitimité de leurs tâches professionnelles au sein de Brokers Inc. L'activité de *trading*,

qui ne demandait pas, selon les discours explicites, une « réflexion » importante, liait plus facilement ses activités évaluatives au rapport de « vente ». L'importance croissante des *traders* dans les rapports commerciaux renforçait cette tendance qui risquait, à terme, de renverser le rapport de force entre *traders* et vendeurs que j'ai pu observer à l'époque à Brokers Inc.

Un rapport ambigu de coopération et de rivalité entre traders *et vendeurs*

Ce rapport de forces ne résumait pas la relation entre tâches professionnelles. Pour chaque client, en effet, un *trader* et un vendeur travaillaient en équipe, de manière à mieux gérer le rapport existant entre le gérant de fonds et ses propres *traders*. Ils étaient censés collaborer pour stabiliser la relation avec client, qui dépendait à la fois du *trading* et de l'évaluation dialogique personnalisée et, dans de nombreux cas, ils faisaient des sorties communes avec leurs clients. Jacques travaillait sur de nombreux comptes avec Luke, et était sorti plusieurs fois avec lui dans des bars de *striptease* avec des clients communs. Ils étaient aussi partis une semaine en vacances ensemble, pour faire un tour en voiture des Etats-Unis. Ceci ne les empêchait pas d'avoir des avis différents sur la distribution des bonus et sa légitimité. L'évolution de la place des *traders* dans les rapports commerciaux, qui ne pouvait être chiffrée, rendait cette ambiguïté plus forte, puisque la direction de Brokers Inc. ne pouvait pas faire appel à une certaine « tradition » ou « coutume » pour expliquer pourquoi les vendeurs avaient des bonus plus importants. L'argument directeur demeurait celui de la participation de chacun au flux de commissions payées par les clients. La mesure chiffrée de la participation effective des *traders* et des vendeurs étant impossible, les deux groupes restaient dans une tension avec laquelle chacun pouvait avoir des rapports différents.

L'activité du *trading* n'était pas concernée par la « réflexion » caractéristique de l'évaluation personnalisée effectuée par les vendeurs. De ce fait, les tâches spéculatives des *traders* étaient rapprochées de la « vente » plus que celles des vendeurs. Dans cette tension ambiguë entre « vente », « spéculation » et « réflexion », les vendeurs et les *traders* étaient néanmoins censés travailler ensemble pour générer un chiffre d'affaires croissant pour leur employeur. Ce dernier, dans la personne d'André, tranchait sans appel la distribution des bonus, ce qui le situait dans une position d'autorité forte, notamment du fait qu'il décidait lui-même de sa propre rémunération. Ces tensions pouvaient être en jeu à tout moment dans les rapports entre employés.

Un jour à midi, nous sommes plusieurs autour de la table au centre du bureau, en train de déjeuner. La plupart commentent la liste des commissions payées par chaque client,

imprimée sur une feuille placée ostensiblement au milieu de la table. André parle d'un client, et Luke lui demande, visiblement excité et enthousiaste, si le client *« aime faire la fête »*. Luke laisse entendre par là qu'en cas de réponse positive, il lui reviendrait de s'occuper de ce client, en l'invitant en boîte de nuit ou dans un bar de *striptease*, par exemple, ce qui devrait à terme faire croître son bonus. André lui dit avec un sourire : *« il est marié avec deux enfants »*. Luke se jette en arrière et disant *« non ! non ! »*. Luke parle ensuite d'un client qui *« est vraiment un bon trader, vraiment intelligent, un mec vraiment bien »* et André lui répond que *« l'important ce n'est pas qu'il soit intelligent, mais qu'il ait des gamins à nourrir, de l'argent et envie d'acheter… pas besoin qu'il soit intelligent ! »*. Il commence à parler de lui-même, en remarquant que maintenant qu'il a une femme et un enfant qui naîtra bientôt, il va avoir *« besoin d'encore plus d'argent, avec ces deux nouvelles bouches à nourrir »*. Par là il communique, de manière ironique, qu'il pourrait augmenter son propre bonus aux dépens de ceux des autres. Luke lui dit alors *« allez, déjà avec ton bonus ! »*, André lui répond : *« allez, la prochaine fois, je vais prendre tout le bonus pour moi, comme ça, ça va créer un bon esprit de désir »* et Luke remarque: *« ouais bon, c'est toi qui as le plus grand bonus ! »*. A ce moment André dit, d'un ton haut et fort, comme s'il pouvait enfin exprimer ce qu'il avait en tête depuis le début de la conversation : *« non mais la question qu'il faut que tu te poses, c'est quoi, la vraie question hein ? »*. Luke ne dit rien et fait une grimace d'enfant qui ne sait pas, sous les regards attentifs et souriants des autres. André dit : *« la vraie question c'est : « combien de Lukes faut-il pour faire un André ? », c'est ça la question ! »*. Luke se défend, toujours sur un ton blagueur : *« non, mais c'est bon, je sais que tu es le meilleur ! »* et André insiste : *« non, mais c'est pas une question d'être le meilleur, c'est une question de combien de Lukes pour un André, tu vois ? Tu nous mets dans une voiture, on meurt dans un accident, la question c'est : « combien il faut de Lukes pour remplacer un André ? », c'est ça, le bonus, c'est en fonction de ça ! ».* Luke dit alors, en regardant les autres : *« ouais ! mais je te jure ! j'aurais dû rester dans mon ancien boulot ! »*. André enchaîne : *« vas ! rentre avec ton autre* boss *! »* et Luke dit : *« ben, je te jure, il me payait plus ! »*. Julien, le vendeur junior, qui suivait la conversation sans rien dire, intervient en riant : *« allez, en plus ici tu pars tout le temps en voyage, chasser, c'est le Club Med ! t'as les vacances payées ! ».* Luke ne dit rien et rit l'air sournois, pendant qu'André s'approche de lui et commence à lui donner des petites claques sur la tête et sur les joues. Luke joue le petit enfant qu'on frappe et André nous dit : *« tu vois, il essaie toujours de me faire pleurer, mais ça ne marche jamais ! »*. Lorsqu'André part, Luke nous regarde en faisant une grimace de résignation un peu ironique et dit : *« il est dur »*. Julien lui répond: *« il est vraiment dur »* et Luke remarque: *« il est bon, quoi »*. Nous

rions tous et Julien conclut en disant tout haut ce que Luke insinuait : *« oui, c'est un bon* boss *surtout ! »*.

Dans une atmosphère amicale et sur le ton de la plaisanterie, André rappelle à Luke, et à toutes les autres personnes présentes, qu'il a le droit de décider de leur bonus de manière arbitraire. En même temps, il justifie le fait qu'il s'adjuge un montant particulier de bonus, le plus élevé, mais avec des limites, du fait de sa capacité à attirer des flux de commissions de la part des gérants. Lorsque Luke essaie de baser la différence entre les *traders* et les vendeurs en termes de capacités intellectuelles, ce qui excuserait sa légitimité moindre, mais aussi le condamnerait à celle-ci, André lui ôte cet argument, de façon à maintenir la « pression » sur le besoin d'obtenir toujours plus de commissions, ce que les acteurs remarquent en disant qu'il est un *« bon* boss *»*. En même temps, la parade d'André rappelle que la légitimité des vendeurs n'est pas celle de leur réflexion, et que la hiérarchie des bonus pourrait être différente, s'il s'avérait que les *traders* devenaient plus importants dans les rapports commerciaux, comme les transformations récentes de l'organisation le laissaient présager. Il rappelle ceci au moment même où les pratiques des « sorties » de Luke sont ouvertement évoquées comme une manière de se faire plaisir, sans lien avec des capacités évaluatives particulières.

Dans leurs interactions quotidiennes, les *traders* et les vendeurs mobilisaient des approches différentes de l'évaluation, dans le cadre de liens commerciaux qui faisaient le chiffre d'affaires de l'entreprise et distribuaient des positions hiérarchisées en termes de bonus, d'autorité explicite et de légitimité. Les rapports entre *traders* et vendeurs concernaient par ailleurs des pratiques évaluatives différentes de celles qui liaient les vendeurs aux analystes. Dans les deux cas, la spécificité de chaque approche de l'évaluation, sa place dans les rapports commerciaux et sa légitimité dans les rapports sociaux qui faisaient le quotidien de Brokers Inc étaient remises en question ensemble. L'entreprise avait été créée par des vendeurs et son chiffre d'affaires était considéré comme de leur fait, et les transformations dans les approches de la gestion et dans l'organisation des rapports entre entreprises de gestion et *brokers* étaient, selon les acteurs, une menace pour leur manière d'évaluer. Les évolutions récentes dans la gestion et dans le rapport entre entreprises de gestion et *brokers* ne clarifiaient pas le flou qui définissait la différence d'impact de chacun dans la génération de commissions mais, au contraire, rendaient ce flou plus tendu, alors que les acteurs étaient censés collaborer dans les relations avec chaque client.

3) Glissement de la position des vendeurs : une transformation dans la distribution floue des rôles des différentes manières d'évaluer

La gestion indicielle et les systèmes de notation des *brokers*, appliqués dans les grandes entreprises de gestion aux Etats-Unis et en France à l'époque de mes recherches, réduisaient l'importance du rapport personnalisé entre vendeur et gérant, en partie au profit du rôle des *traders*. Cette transformation, explicite et évidente pour les acteurs à Brokers Inc., ne clarifiait pas la participation de chacun à la génération du chiffre d'affaires, qui demeurait floue. Mais le rôle croissant des *traders* était pris en compte, par exemple dans la distribution des bonus et, de manière plus générale, dans les perspectives professionnelles des acteurs. Le flou dans la définition de la valeur actionnariale, qui se retrouvait dans l'adjudication des responsabilités quant à la génération du chiffre d'affaires à Brokers Inc., organisait la redistribution des places à partir de transformations dans les entreprises de gestion. Les manières d'évaluer, multiples et limitées, étaient organisées dans une relation hiérarchisée, floue et mouvante.

La dépersonnalisation du rapport entre entreprises de gestion et brokers

La plupart des acteurs que j'ai observés considéraient que pendant la bulle Internet, de nombreuses entreprises financières, de gestion, de *brokerage* ou autres, avaient augmenté le nombre de leurs employés en profitant d'une augmentation généralisée des revenus. Ils présentaient les transformations dans la gestion après la bulle comme une manière de *« réduire les coûts »*, dans un environnement commercial plus difficile. Cette explication était extrêmement répandue, notamment pour expliquer la baisse des commissions payées aux *brokers*, même si elle semble difficilement compatible avec le fait que, comme on l'a vu, certains grands changements dans l'organisation de la gestion ont eu lieu avant l'explosion de la bulle, voire pendant celle-ci, à la fin des années 90.

La nouvelle organisation limitait l'importance du rapport personnel entre gérant et vendeur, tout en accordant plus de marges de manœuvre, et de capacité de distribuer des bonus, aux *traders buy side*. Ceci se faisait par l'organisation d'un système de notation, ou de vote, dans lequel les gérants d'une équipe de gestion inscrivaient leurs *brokers* dans une hiérarchie, dans laquelle ils pouvaient distinguer les analystes des vendeurs. Ces listes demeuraient nominales. A Acme, et de manière semblable ailleurs, elles donnaient lieu à une liste commune à l'équipe, dans laquelle étaient attribués, pour chaque maison de *brokerage*, les volumes des commissions à verser à travers des ordres d'achat et de vente. L'équipe de

gestion donnait cette liste au bureau de *trading*, qui avait une certaine marge dans la distribution des ordres, et n'était pas tenue d'attribuer les commissions exactement comme elles figuraient sur la liste. Yves expliquait ce processus en remarquant que les gérants gardaient le dernier mot, dans une négociation avec le bureau de *trading* : *« c'est moins personnel, mais à la fin de la journée il y a un vote qui représente une partie personnelle aussi. Mais c'est certain que c'est pas euh… tu peux pas diriger tes ordres ici. C'est la table* [de *trading*] *qui décide. Par contre, tu as, chaque gérant a un certain nombre de points, chaque analyste a un certain nombre de points, qu'il alloue à des* brokers...

Moi : de manière nominale ?

Yves : ah oui oui oui, bien sûr ! d'abord il y a le nom du broker *et puis ensuite il explique pourquoi il va le prendre. Est-ce que c'est grâce au* sales*, qu'il juge très bon, est-ce que c'est grâce à l'analyse, est-ce que c'est grâce au stratège et est-ce que c'est parce qu'ils amènent beaucoup de boîtes. En général, c'est la qualité des reco*[407]*, du* broker*. On juge qu'ils ont été bons, qu'ils ont vu certaines choses, ou même s'ils ont pas vu certaines choses, ils nous ont amené le management, ils ont une analyse qui nous explique, qu'on comprend bien le* business*.Bon, rapidement, quand on voit une belle boîte, même si la reco on ne la suit pas, mais la compréhension de l'industrie est parfaite, ça, ça donne des points. Les services qu'ils donnent… mais il faut dire que, il y a très peu de* sales *qui ajoutent de la valeur. Très peu. Très très peu.* […] *La plupart du temps, c'est des perroquets, ils répètent le… c'est terrible hein ? très peu qui prennent des risques, ou qui maîtrisent bien ce que l'analyste a dit, parce qu'ils changent plein de fois de recommandations hein ! c'est pas possible de surveiller…* […] *Le problème des* sales*, c'est de répéter la* conference call *du matin, de pas avoir d'idées originales et de pas comprendre pourquoi, comment vendre un titre, tu vois ? le discours qu'on cherche, nous. Il y en a peu, mais il y en a ! Alors ceux-là, on les rémunère très bien, mais il y en a pas beaucoup !* […] *on dit à la table, nous on veut que vous donniez tant, et ensuite la table a une latitude en fonction de la liquidité qui opère, c'est au niveau des prix, plus les prix sont intéressants, plus eux ils allouent. Donc il y a un côté… il faut* matcher *les deux*[408]*, c'est-à-dire les votes pour la qualité de la recherche, la qualité du service, et ensuite l'exécution des ordres, qui elle va toujours favoriser le meilleur prix, ou la prise de risque, tu vois ?*

Moi : […] *c'est plutôt la table qui décide, ou c'est plutôt les gérants ?*

[407] Diminutif de « recommandations ».
[408] *« Les rendre compatibles »*.

Yves : ben… euh… actuellement, la table jusqu'ici a eu beaucoup, beaucoup de liberté à l'intérieur de certains guidelines[409] *que lui donne la gestion. C'est-à-dire qu'elle pouvait sur-allouer ou couper beaucoup nos allocations. Alors, comme il y a eu des volumes importants, et que nous on vote en absolu pas en pourcentage, on arrive, généralement, avec de bons volumes, à payer correctement tout le monde. Mais eux surpayent des gens énormément. C'est-à-dire que l'accroissement, qui était pas prévu en début d'année, des volumes de transactions, et ben ça va sur-payer ceux qui ont de la liquidité ou euh… voilà ! alors, ça, des fois il y a des problèmes parce que de bonnes tables, dans le* sell side*, ne correspondent pas à la bonne recherche, là où on a mis nos points. Quand ça correspond ça va, et quand ça correspond pas, on aime pas par exemple la recherche, ou le service, et on leur donne beaucoup d'argent parce que ces gens-là prennent du risque, ou donnent de bons prix, ça pose des problèmes, parce que le message n'est pas tout à fait cohérent ».*

Tout en insistant, comme on l'a vu plus haut, sur l'importance du *trading*, Yves considérait que la cohérence des commissions était due au fait qu'elles payaient la qualité du travail des analystes et des vendeurs. Le vote de chaque gérant et chaque analyste *buy side* restait nominal. Cependant, le fait que l'évaluation se fasse de manière collective, entre gérants et analystes *buy side*, avec une équipe de trois seniors qui avaient le dernier mot, diluait l'importance du rapport personnel entre vendeurs et gérants. Juliette remarquait que la nouvelle organisation de la gestion transformait son travail, en lui enlevant ce rapport direct, de séduction, qu'elle aimait dans sa tâche de vendeuse : *« Moi, quand j'ai commencé, c'était le début des Américains qui commençaient à investir à l'international.* […] *Avant, t'avais un ou deux gros comptes structurés, style Fidelity, et puis le reste c'était plus des type boutique, des gens, deux ou trois personnes, qui avaient monté leur fonds et puis qui… C'est devenu beaucoup un* process *industriel, et ils ont standardisé la gestion des actifs, et ils sont devenus de gros comptes, à cinquante, soixante analystes, structurés, euh, en général structurés par secteur, et des choses comme ça.* […] *Ben ça change, parce que au lieu de parler à une personne qui décide et qui dit d'acheter tel ou tel stock, tu dois parler à soixante personnes, par secteur, par des choses comme ça. Et t'as une sorte de euh, de vote, tous les six mois ils votent, et ils te payent en fonction des votes que t'as eu, au lieu d'avoir quelqu'un au téléphone et de lui dire, faut acheter cette idée, euh, faut acheter ce stock, qui l'achète et qui te passe l'ordre tout de suite.* […] *T'as des comptes structurés, alors ça c'est les pires ! t'as un* group voice mail *où tu laisses un message pour tout le monde et puis si les gens sont*

[409] *« Lignes directrices ».*

intéressés ils t'appellent, t'as des comptes structurés, bon, ça j'en ai un, et sinon t'as des comptes structurés où t'appelles la personne qui est là, live *au téléphone, en direct, mais c'est divisé par secteurs ».*

Une distribution floue des rôles dans la génération des commissions

Les changements décrits par Yves et Juliette n'étaient pas chiffrés de manière précise. Les *traders* avaient *« plus de marges »*, leur travail devenait *« plus important »*. Dans cet espace professionnel où l'évaluation des actions était le fait de différentes méthodes de calcul qui avait besoin d'interprétation, de dialogue et de prévisions basées sur des *« convictions »*, le calcul de l'importance budgétaire de chaque manière d'évaluer était lui aussi affaire de *« marges de manœuvre »* et d'évolutions visibles mais qu'on ne pouvait chiffrer et dont on ne pouvait justifier les coûts et bénéfices relatifs. Ce flou était constitutif des méthodes d'évaluation, et marquait la relation personnalisée entre le gérant et le vendeur, dont les commissions ne répondaient pas à des critères univoques. Dans ce cadre, le rôle des *traders* pouvait déjà être important selon les cas. Jacob m'expliquait que les raisons pour lesquelles un gérant choisissait de travailler avec un *broker* pouvaient être très disparates : *« tout dépend du gérant, il y a des gérants qui aiment parce que le broker est sympa, il y en a d'autres qui aiment parce que l'analyse est super, il y en a d'autres qui aiment parce que euh, ils lui donnent des services, il y en a qui aiment parce que le coût… le coût de la transaction est le plus faible possible »*. Mais, comme on l'a vu dans les descriptions d'Yves, que l'on retrouve chez les vendeurs de Brokers Inc., les transformations dans les méthodes de gestion de fonds faisaient que, contrairement à ce que dit Jacob, *« tout »* ne dépendait pas du gérant. Le rôle croissant des *traders* ajoutaient à la liste des raisons du choix, entre autres, les capacités des *traders sell side* à suivre les demandes de leurs clients, à leur trouver des sorties qui leur plaisent, à assumer les coûts de certaines transactions qui n'ont pas réussi comme prévu ou encore à donner accès à un marché. Le développement de la gestion indicielle organisée en équipes ajoutait des raisons possibles à la stabilisation du rapport entre entreprises de gestion et *brokers*, et transformait le flou qui organisait les rapports entre différentes manières d'évaluer. Les rapports hiérarchiques entre les pratiques évaluatives changeaient progressivement, sans que leurs places deviennent plus univoques ou stables. Ce flou concernait la justification des rémunérations de chaque manière d'évaluer, mais aussi la légitimité de leur contenu cognitif. L'importance de l'évaluation spéculative, croissante avec la gestion indicielle, restait organisée par l'ontologie de la valeur actionnariale et par son élément plus légitime, la valeur fondamentale, qui fonde, dans les méthodes de calcul et

comme horizon de l'imaginaire, la constitution des indices et les pratiques évaluatives des gérants.

La stratégie commerciale de Brokers Inc., dirigée par André et, dans une moindre mesure, Juliette, Pascal et Hervé, avait été organisée autour de la constitution de rapports personnels avec les clients. André m'expliquait, sans faire de distinction entre *traders* et vendeurs, que ce qui comptait, dans la stabilisation des flux de commissions, était une relation qui n'était pas que professionnelle. Il avait choisi des personnalités très différentes pour atteindre une clientèle aussi diversifiée que possible : *« Moi c'est un truc que j'ai découvert plus ou moins tout seul ici : euh, comment fait-on pour faire des commissions, avec des clients, qui soient comme-ci comme-ça ? Donc c'est un peu mon expérience, que j'ai essayé un peu de transmettre aux gens qui travaillent avec moi.* […] *La plupart des gens qui ont été engagés ici c'est des gens qui ont été engagés pour une raison, et une seule, c'est que j'aimais leur personnalité. Après ça ce que je vais essayer de faire, c'est de me dire la chose suivante : le clone est quelque chose dont on n'a pas besoin* […] *on a cent cinquante clients possibles aux Etats-Unis, l'idée c'est qu'il faudrait que j'aie des opérateurs que je sois capable de mettre en face de tel et tel client. Donc à partir du moment où j'ai un univers assez varié, ben c'est à moi de faire en quelque sorte du* cherry picking[410] *en termes des personnalités que je voudrais avoir pour travailler avec moi. Donc ça fait des mélanges assez détonants !* [ça fait des personnalités] *radicalement différentes ! Moi j'ai de tout ici ! j'ai un ancien pianiste professionnel, un ingénieur agronome, j'ai un ancien marine, j'ai un mec qui vient de l'informatique, quelqu'un qui vendait des obligues, quelqu'un qui travaillait* [dans une entreprise de conseil]*, quelqu'un qui travaillait* [dans l'industrie]*, enfin, je veux dire, c'est des gens qui normalement n'auraient aucune vocation à se rencontrer. Et ça euh, ça fait des mélanges assez détonants.* […] *Je pense que la clientèle euh… la clientèle est libre du choix des intervenants qu'elle souhaite euh… qu'elle souhaite, avec qui elle souhaite traiter. Moi, je pense que notre job est d'offrir à la clientèle, je dirais le panel le plus large possible d'individus, en espérant qu'il y aura des* fits*.* […] *C'est très personnel, c'est une relation de confiance* […] *un bon fit personnel, c'est-à-dire, une espèce de bonne osmose intellectuelle, ça va se transformer en meilleur business que si je mets de gens qui n'auront simplement qu'une relation qui n'est que professionnelle* […] *c'est-à-dire que si j'ai un gars qui est intéressé par la chasse, il vaut mieux que je le mette en face de gens qui sont intéressés par la chasse, que par des gens qui sont intéressés par le ballet* […] *l'idée c'est pas forcément une*

[410] *« Cueillir des cerises »*, l'expression indique le fait de choisir des objets en les observant attentivement un par un.

séduction, c'est une sorte d'osmose intellectuelle, à la fin de la journée, le client qui te file des commissions, te dit « I like the way you think[411] » […] *c'est difficile de déterminer pourquoi un client file de l'argent à quelqu'un et pourquoi il en file à quelqu'un d'autre ».*

André remarquait que sa stratégie était due à la petite taille de son entreprise. Il m'expliquait que la plupart des gérants pouvaient se passer de Brokers Inc. Par contre, la plupart des gérants ne pouvaient pas se passer de Morgan Stanley. Dans ce cas, la personnalité du vendeur était moins importante, puisque l'entreprise de gestion achetait une analyse financière standardisée. Il critiquait la tentative de Brokers SA de devenir une entreprise de grande taille et se distinguait par rapport à celle-ci en remarquant qu'il avait suivi une stratégie très différente, correspondant à une manière de considérer l'analyse financière et la gestion dans laquelle la personnalité demeure centrale : *« c'est un* business *qui a du mal à passer au stade industriel. C'est-à-dire que pendant longtemps ça a été un métier artisanal, c'est un métier qui s'est industrialisé, et l'idée, c'est toujours la même chose, est-ce qu'on peut industrialiser, je dirais le… l'individu. Enfin, je dirais pas que c'est Charlot et « Les Temps Modernes », mais ça ressemble un petit peu. L'idée c'est que c'était un métier assez simple, hein ? qui consistait à dire, « on va essayer de trouver des gens qui vont acheter en bas et vendre en haut, donc on va se baser sur le talent personnel de ces gens-là ». Et pendant longtemps, la plupart des gens qui étaient dans ce métier-là, c'était des gens avec de gros égos, aussi avec des, je dirais, des… une compréhension de ce qui se passait dans le monde, sur les marchés, qui était très personnelle. Donc l'idée c'est que cette partie-là du business a quasiment disparu, elle a été remplacée par des* process *».*

André comprenait le rapport personnel en termes d'« osmose intellectuelle » et de manière de penser, ce qui correspondait à son quotidien de vendeur qui partage de la réflexion avec ses clients. En même temps, il étendait cette compréhension, dans le cadre de l'entretien, au travail des *traders*, qu'il traitait sans distinction dans la description des « personnalités » qu'il avait à offrir aux clients. Comme nous l'avons vu lors de sa discussion devant tout le monde avec Luke sur leur « valeur » respective, ce discours n'était pas nécessairement présent dans toutes les situations. A cette occasion, Luke avait essayé de jouer le jeu de l'importance de la réflexion, qu'il niait en entretien devant moi, et André lui avait dit que l'« intelligence » n'était pas importante, ce qui comptait étant le fait de « vouloir gagner de l'argent ». Dans ces différentes situations (entretiens dans lesquels on peut être sincère ou dans lesquels on présente une vision officielle, commentaires fait devant d'autres employés),

[411] « J'aime ta manière de penser ».

les prises de positions pouvaient varier, voire se contredire, selon des lignes qui restaient les mêmes : les importances relatives de la « vente » et la « réflexion ». Le fait que ces variations fussent possibles était lié au fait que la position respective des différentes tâches professionnelles, des différentes manières d'évaluer, et de leurs justifications possibles, était elle-même mouvante. En même temps, les règles de l'évaluation limitaient et organisaient les possibilités de ce flou.

Les employés de Brokers Inc. développaient différentes approches de l'évaluation à travers des pratiques très régulières, parfois communes, parfois éloignées. Ces différences étaient distribuées de manière hiérarchique, en organisant des complémentarités multiples et mouvantes. Les hiérarchies concernaient les postes d'autorité officiels dans l'entreprise, les rapports commerciaux personnels et leur traduction dans la distribution des bonus, et les horizons professionnels qui permettaient une dépendance plus ou moins grande par rapport au poste de travail. Elles concernaient aussi les différentes justifications possibles, au sein de chaque tâche, des manières de mobiliser les approches de l'évaluation qui lui étaient spécifiques : les manières de réfléchir, la capacité représentative et le sérieux de l'évaluation fondamentale, la bonne connaissance des évolutions du marché et des désirs des clients quant à l'exécution des ordres, entre autres. Les transformations dans la gestion de fonds pour tiers dans le domaine des actions correspondaient à des transformations qui affectaient les rapports sociaux, et donc la distribution des manières d'évaluer, à Brokers Inc. de manières différentes que ce que j'aurai pu observer dans d'autres entreprises de *brokerage*, notamment dans les quelques grands *brokers* qui constituent des références plus ou moins incontournables dans l'ensemble de la profession. Mais l'imbrication de Brokers Inc., et des gérants interviewés à Paris, Londres et New York, dans des rapports professionnels extrêmement nombreux distribués dans le monde entier, fait que les pratiques observées lors de mon enquête de terrain, bien que n'étant pas représentatives d'un ensemble qui serait homogène, permettent d'observer, dans les spécificités de chaque situation, des régularités très étendues. Le terrain, tout en étant représentatif de processus globaux, au moins dans une certaine mesure, est donc surtout un fragment de ces processus, qui peuvent être approchés par son biais. La recherche à Brokers Inc. permet ainsi de poser des jalons pour une réflexion sur ces régularités concernant l'évaluation financière, qui font penser « la finance » comme un « espace de pouvoir d'évaluation ».

Conclusion de la 1ère Partie : le pouvoir d'évaluation de la finance contemporaine

Les pratiques que nous pouvons observer à Brokers Inc. et dans des entretiens avec des professionnels à Paris, Londres et New York ne sont pas nécessairement représentatives de manière globale. Cependant, l'observation permet de mettre en relief des règles de l'évaluation, cognitives et organisationnelles qui, si elles ne sont pas répliquées à l'identique ailleurs, constituent des éléments qui se retrouvent de manière étendue, agencés plus ou moins différemment selon les situations (1). L'analyse des concepts mobilisés par les employés dans des tâches professionnelles de définition de la valeur permet par ailleurs de situer, dans les pratiques quotidiennes, des intentionnalités et des narratives de légitimation qui ne sont pas l'effet d'un sujet libre, mais des composantes du dispositif d'évaluation. La méthode d'observation que j'ai suivie ne me permet pas d'analyser la finance comme un champ social qui serait fermé à l'ensemble de la population. Mais elle permet de voir dans les pratiques, une clôture et une légitimation de la définition du réel évaluable, qui définit les modalités du pouvoir d'évaluation de la finance (2). Ce « pouvoir » n'est tel que parce qu'il a des effets concrets dans les rapports sociaux. L'évaluation n'est un pouvoir, en finance, que parce qu'elle est intimement liée à une distribution de ressources qu'elle organise en partie, et qui sera explorée dans la deuxième partie de ce texte.

1) Les règles de l'évaluation financière

Les personnes observées utilisent, selon leurs parcours et leurs positionnements singuliers, des outils cognitifs de définition du réel et de calcul de la valeur, dans des organisations où sont distinguées des tâches d'évaluation différentes. La régularité de ces pratiques constitue les règles concrètes de l'évaluation financière.

L'ontologie et le calcul de la valeur

Les théories et les normes de l'évaluation, qu'on peut trouver dans des manuels et des régulations, organisent les pratiques de l'évaluation et sont transformées par elles. Leur contenu est constitutif des règles concrètes de l'évaluation, en établissant les éléments par lesquels les employés définissent la valeur. La valeur est « fondamentale », liée aux caractéristiques intrinsèques de l'objet évalué ; « relative », selon la position de cet objet dans

un ensemble qui le définit de manière hiérarchique par rapport à ses « comparables » ; et « spéculative », c'est-à-dire le produit d'une offre et d'une demande dans un échange institué. Ces trois éléments sont constitutifs les uns des autres. Du point de vue théorique, ces évaluations sont le produit d'une analyse du passé et du présent afin de prévoir le futur, faite par une instance calculante, dont le seul but est de mesurer un profit monétaire possible et qui est libre de s'engager ou de se désengager du rapport avec l'objet du fait de l'existence du taux de profit « sans risque » auquel l'objet est constamment comparé.

Le point de départ de l'évaluation dans la figure de l'investisseur, et l'horizon limite pour l'existence de tout objet, qui définit aussi la liberté de l'instance calculante, le taux « sans risque », sont des points fixes de l'évaluation. L'objet n'est défini qu'à l'intérieur de cet horizon limite, et strictement dans son rapport à l'investisseur théorique. Les approches de l'évaluation, « fondamentale », « relative » et « spéculative » ont des places mouvantes, avec plusieurs agencements possibles. Alors que l'évaluation « fondamentale » distingue l'objet dans sa singularité, l'évaluation « relative » fond celle-ci dans quelques caractéristiques communes à un groupe de référence. Dans ce cas, la figure de l'investisseur, tout en étant fondamentale pour la définition de la valeur, est détachée de l'objet singulier, pour développer une approche probabiliste de l'évaluation d'une classe. L'évaluation « spéculative » demeure redevable d'une définition « fondamentale » de l'objet, qui permet de distinguer des « marchés » avec des logiques d'offre et de demande spécifiques. Elle situe la figure de l'investisseur plus fondamentalement dans son rapport aux autres investisseurs. Ces différents agencements, dont les éléments se répètent dans des positions différentes, se retrouvent dans l'organisation concrète des pratiques d'évaluation.

Les tâches professionnelles d'évaluation

Les tâches des *traders*, vendeurs, analystes et gérants de fonds mobilisent différemment les approches de la valeur, la figure de l'investisseur et le taux « sans risque ». Le travail des *traders* est marqué par l'importance de l'évaluation spéculative et celui des analystes par l'évaluation fondamentale. Les vendeurs sont censés mobiliser toutes les approches de l'évaluation dans un rapport personnalisé avec les gérants qui doivent composer l'importance du « personnel » de l'approche fondamentale avec le suivi et la comparaison de leur évaluation par rapport à des marchés définis notamment à travers des indices[412]. Ces

[412] Dans le cas des actions, le « taux sans risque » est fondamental dans l'approche fondamentale, mais ne se retrouve pas directement dans les autres tâches. Il affecte celles-ci dans la comparaison des actions avec d'autres

tâches d'évaluation sont organisées par des règles explicites ou tacites de mise en rapport des employés, et sont censées correspondre aux besoins cognitifs de l'évaluation et aux besoins de rentabilité des entreprises dans lesquelles elles ont lieu. Elles supposent que les personnes qui les font mobilisent des capacités personnelles, multiples et limitées, qui concernent la mobilisation de l'ontologie et des principes d'évaluation ainsi que des positionnements dans les rapports commerciaux et hiérarchiques. Selon les tâches et leurs agencements, l'évaluation est le fait de relations sociales d'interprétation dialogique, d'amitié, de vente, ou de réflexion personnelle.

A Brokers Inc., les vendeurs étaient situés en haut d'une hiérarchie qui liait la manière d'évaluer des différents acteurs à leur importance dans la génération du chiffre d'affaires de l'entreprise. Avec les transformations dans les pratiques des gérants, les *traders* commençaient à gagner du terrain, mais demeuraient subordonnés aux premiers. Dans d'autres entreprises, ces configurations pouvaient être différentes. Si les analystes peuvent avoir une place plus importante dans les grandes entreprises de *brokerage*, certaines compagnies se spécialisent dans le *trading* à bas coût et ne fournissent que peu d'informations à leurs clients. Le processus dit d'« industrialisation » et l'importance croissante des indices boursiers affecte la distribution des manières d'évaluer de manière globale, mais différente selon les situations. Les observations à Brokers Inc. ne sont donc pas représentatives de tous les agencements possibles, mais permettent d'en approcher des règles communes, qui permettent de distinguer un espace social d'évaluation.

Les personnes et la « personnalité évaluatrice »

Ces règles sont le fait de personnes concrètes qui se retrouvent généralement dans des bureaux, dans le monde entier, à différents moments de la journée et de la nuit, pour définir la valeur. Selon leurs parcours, les moments de leurs vies, leurs projections futures, leurs caractéristiques sociales plus ou moins instituées, comme le genre ou l'âge, les personnes se situent différemment par rapport à la vente, l'amitié, la réflexion, le dialogue interprétatif et les différentes approches de l'évaluation. L'importance de la hiérarchie des salaires, des plaisirs des sorties ou de la réflexion, des enjeux de pouvoir au sein des entreprises est variable selon les acteurs, ce qui donne lieu à des positionnements différents à travers des régularités qui se retrouvent pour tous.

---

actifs au niveau de l'allocation d'actifs. Son importance peut être cruciale pour d'autres actifs, comme nous le verrons dans les cas de ABS et des *hedge funds*.

Ces positionnements peuvent mobiliser des logiques de l'« intime », notamment du fait que l'évaluation, dans sa définition théorique et dans l'organisation des tâches qui l'accomplissent, est censée être le fait d'une « personnalité évaluatrice ». L'analyse des positionnements personnels permet de distinguer cette figure distribuée dans les dispositifs d'analyse des présentations de soi dans les interactions entre les personnes observées dans différentes situations. Les personnes ne sont pas définies comme « personnalité évaluatrice », et la « liberté » de celle-ci, par exemple dans l'interprétation qu'implique toute évaluation, est un des éléments constitutifs des tâches professionnelles, que chacun accomplit plus ou moins différemment. Selon une norme plus ou moins officielle, qui fait de la définition de la valeur une question de « conviction personnelle », les personnes sont censées s'identifier, dans l'accomplissement de leurs tâches, avec la « personnalité évaluatrice », qu'ils doivent parfois « incarner ». Mais cette identification, régulière dans les justifications, est un phénomène fragmentaire et variable selon les tâches, les personnes et les situations. La régularité de la personnalité évaluatrice et de l'ontologie et des principes de l'évaluation n'est pas due à des logiques d'identification, mais à la stabilisation de ces éléments dans les normes qui définissent des tâches professionnelles avec lesquelles les personnes concrètes ont des rapports très divers.

La mise en relief des règles quotidiennes de l'évaluation permet de voir comment est défini ce qui est évaluable dans des hiérarchies de valeur. Ces règles constituent les modalités d'un pouvoir d'évaluation.

2) L'évaluation financière comme rapport de forces

L'analyse des modalités de la définition de la valeur est aussi une analyse du rapport d'évaluation comme pouvoir de définir le réel comme ce qui est évaluable à l'intérieur d'une hiérarchie des valeurs. Ce pouvoir est tel du fait qu'il s'agit de la défintion des droits et des devoirs des différentes instances susceptibles de participer au rapport de crédit, c'est-à-dire qui est susceptible de donner et de recevoir les ressources monétaires, et dans quelles conditions. La description des pratiques concrètes permet aussi de situer dans leur régularité les éléments de justification et de légitimation du dispositif d'évaluation et de ses effets.

Le pouvoir d'évaluation défini par la régularité des pratiques

L'observation de pratiques dans des situations concrètes ne permet pas de stabiliser comme objet l'ensemble des personnes qui feraient la finance contemporaine, ni même un noyau qui serait représentatif. Je ne me suis pas donné comme objet un groupe social dont j'aurais pu définir des caractéristiques communes, d'autant plus que les entreprises qui conforment de manière plus ou moins univoque ce qui pourrait être appelé l'industrie financière contemporaine sont composées de millions d'employés distribués dans le monde entier. Le pouvoir d'évaluation dont je traite ici n'est donc pas celui d'un groupe que je pourrai définir par des trajectoires ou des appartenances sociales communes, qui expliqueraient les régularités pratiques de l'évaluation. La méthode et les concepts que je me suis donnés ne me semblent pas permettre de construire ce type d'objet.

Par contre, l'objet est défini par la régularité des tâches professionnelles, étendue dans le monde entier. L'extension de ces pratiques constitue l'espace de l'organisation de l'évaluation. Pour voir en quoi cet espace est un espace de pouvoir, il faut analyser les opérations d'évaluation en ce qu'elles s'inscrivent dans un différentiel de capacités d'évaluer, qui discriminent dans le réel ce qui est évaluable selon des légitimités morales et politiques particulières, et qui ont un effet fondamental sur la distribution effective de ressources de manière globale.

Clôture du réel évaluable et hiérarchie des valeurs

Dans le cas des actions cotées en bourse, étudiées dans cette première partie, les définitions du réel utilisées par les acteurs observés limitent ce qui est observable, et l'organisent dans une hiérarchie des valeurs explicite et systématique. Les entreprises cotées en bourses font partie de l'univers de l'évaluable (l'univers d'investissement) pour autant qu'elles peuvent être intégrées dans les méthodes de calcul selon l'ontologie de la valeur actionnariale. Les données comptables, le passé de l'entreprise, son environnement économique et la stratégie de la direction sont intégrées dans une analyse qui vise à calculer les profits monétaires futurs que pourrait en percevoir un investisseur propriétaire, qui a avec l'entreprise une relation de crédit dont il est censé pouvoir se dégager à tout moment de manière souveraine. De nombreuses données, intégrées par exemple dans des définitions de l'entreprise selon la logique des « parties prenantes », de la responsabilité sociale ou du bien public, ne font pas partie du réel considéré. Par ailleurs, la hiérarchie des valeurs est strictement celle d'un retour sur investissement mesuré par sa valeur monétaire pour l'investisseur théorique, lui-même défini par son seul intérêt pour ce profit. Ceci, qui est vrai

pour les entreprises cotées, se retrouve, comme on le verra plus bas, dans l'évaluation des autres actifs financiers.

Les opérations de définition et de hiérarchisation dans l'évaluation sont spécifiques, par rapport à d'autres logiques, dont je n'ai décrit rapidement ici que quelques exemples pour montrer la multiplicité potentielle dans laquelle s'inscrit et se distingue la finance contemporaine. Le fait que les distributions de ressources et les instances d'évaluation légitimes soient différentes selon les logiques possibles d'évaluation rappelle à quel point celle-ci est un rapport de forces. Comme le rappelle l'exemple d'Alitalia cité plus haut, les analystes financiers légitimaient par leurs analyses une distribution de ressources défavorable aux employés et favorable aux propriétaires des actions de l'entreprise. La manière de définir l'entreprise et le point de vue de l'évaluation organisait cette légitimation d'un rapport de forces social au sein de l'entreprise analysée. Ce pouvoir d'évaluer se retrouve avec d'autres « objets d'investissement » comme les dettes des Etats, par exemple. Je ne peux pas analyser dans cette recherche les modalités pratiques du rapport conflictuel qui a permis historiquement à certaines manières d'évaluer de s'imposer à d'autres, ou encore de se maintenir présentement contre des tentatives de les remplacer, en dehors du fait que ne pas les suivre signifie pour les entreprises de faire faillite et pour les employés de perdre leur poste de travail. Néanmoins, l'analyse des pratiques d'évaluation permet de décrire comment elles sont en partie constituées par des logiques de justification politique et morale, qui font partie aujourd'hui d'un espace politique global spécifique, celui des rapports financiers.

Morales et politiques de l'évaluation

Les concepts avec lesquels sont définis l'ontologie et les principes de l'évaluation s'inscrivent dans une réflexion morale et politique sur la légitimité des normes de régulation les relations sociales. Selon cette réflexion, la définition de la valeur est un élément fondamental dans la constitution d'un sujet libre dans ses rapports avec d'autres sujets. La valeur fondamentale est la définition d'un rapport intime entre sujet et objet, dans lequel le premier se définit lui-même comme existant. Ce rapport peut être reconnu socialement dans les relations d'échange, si le dispositif qui les régule le permet. La valeur intrinsèque de l'objet s'identifie dans ce cas à sa valeur marchande. Dans les méthodes d'évaluation, cet agencement conceptuel se retrouve dans le rapport entre un investisseur devenu libre par l'existence d'un taux « sans risque », qui définit la valeur d'un objet de manière fondamentale, relative et spéculative. L'« efficience » des marchés financiers, c'est-à-dire l'idée qu'ils permettent la meilleure adéquation entre valeur fondamentale et valeur de

marché, donne à l'évaluation relative un poids croissant dans le dispositif, sans en changer les éléments fondamentaux. Comme on le voit dans les manuels analysés, mais aussi dans de nombreux discours politiques et dans des analyses produits en sciences sociales, les concepts mobilisés par les agents dans les pratiques d'évaluation comportent un potentiel de légitimation dans une optique normative sur la régulation des rapports sociaux. Ce potentiel légitimant est présent dans tout le dispositif concret de l'évaluation, dans la définition du contenu des tâches et dans les normes professionnelles de leur justification.

Les pratiques évaluatives comme celles que j'ai décrites plus haut comportent ainsi dans leur agencement concret des éléments de leur justification politique et morale. Celle-ci est aussi le fait de leur stabilisation dans des normes instituées dans différentes organisations, dont les pouvoirs de sanction peuvent être extrêmement important dans le quotidien des acteurs. Ceci est le cas des Etats et des organismes d'« autorégulation », souvent constitués par des employés des entreprises de l'industrie financière. Le rôle de la recherche universitaire est tout aussi fondamental, pas seulement par l'argument de scientificité qui, comme on l'a vu et on le verra encore plus bas, peut être mobilisé dans certaines situations, mais plus fondamentalement, car il s'agit de lieux d'expérimentation et de constitution de modèles évaluatifs particulièrement sophistiqués et dont l'utilisation peut être très étendue. L'interpénétration des milieux professionnels, universitaires et régulateurs fait par ailleurs que toutes ces organisations se légitiment les unes les autres de différentes manières. L'analyse de ces modalités d'institutionnalisation et de légitimation dépasse le cadre de cette recherche, mais, comme pour le contenu normatif des méthodes d'évaluation, l'analyse des pratiques quotidiennes d'évaluation permet de voir l'incidence de ces éléments dans des cas concrets.

En même temps, l'analyse des pratiques décale les discours légitimants de l'espace conceptuel dans lequel ils sont censés agir. La personnalité évaluatrice, qui se constitue comme libre dans l'évaluation d'un objet du point de vue de l'intérêt monétaire, n'est pas une personne concrète, dont on pourrait observer l'accomplissement de la volonté. Comme on l'a vu dans le cas des gérants, des vendeurs et des analystes, qui plus que les *traders* développent des discours sur la « conviction » et le fait de porter personnellement, parfois « dans leur corps », il s'agit toujours de moments définis dans des processus organisationnels de définition de la valeur. Certaines tâches professionnelles sont définies comme la mise en jeu de la figure de l'investisseur libre, avec des intentionnalités différentes selon les cas. Les « convictions » des vendeurs, analystes et gérants n'agencent pas les principes de l'évaluation de la même manière. La « valeur » d'une action est toujours une multiplicité de prises de positions de personnes dans des tâches professionnelles avec lesquelles elles ont des rapports

qui peuvent être très différents. Toutes ces évaluations mobilisent comme point de départ de l'analyse la figure d'un investisseur libre qui, de manière semblable à l'âme raisonnable dans les dispositifs psychiatriques décrits par Foucault, n'est pas une personne concrète, mais un personnage actif dans le dispositif, dont l'intentionnalité est définie par des tâches, et mise en pratique par les personnes observées. Les analystes, *traders* et vendeurs de Brokers Inc., comme ceux des documents sur Alitalia analysés plus haut, n'étaient certainement pas propriétaires des actions qu'ils évaluaient. Mais même dans le cas où il auraient détenu des actions de ces entreprises, leurs pratiques ne les engageaient pas comme sujets cherchant à se réaliser comme libres dans un rapport social d'évaluation, mais comme employés effectuant des tâches professionnelles selon des logiques organisationnelles censées néanmoins être légitimées politiquement et moralement par les philosophies libérales du sujet.

En Introduction, j'ai analysé les principes différents qui s'opposent, dans ce que j'avais appelé un « espace problématique », où est débattue la légitimité des différentes institutions financières. Comme on l'a vu, les pratiques évaluatives s'inscrivent, sans trop de surprise, dans les logiques justificatives des discours libéraux. Mais ce que la description des pratiques permet de voir plus clairement (c'était en tout cas le but de cette partie) est que cette inscription n'est pas un appel plus ou moins abstrait à des principes moraux. Les discours de légitimation de la régulation des rapports sociaux se retrouvent distribués dans tout le dispositif d'évaluation, dans les concepts mobilisés par les auteurs et dans la définition des tâches professionnelles. En même temps, la description de cette distribution permet de voir que l'effet n'est pas du tout la libération d'un sujet évaluateur concret, mais la mobilisation de sa figure dans des rapports professionnels dans lesquels les personnes n'évaluent que pour accomplir des tâches. On ne peut donc pas faire l'impasse des enjeux de légitimité dans les pratiques quotidiennes, où ils sont fondamentaux, même si ils sont en décalage avec les objectifs des utopies dans lesquelles ils ont d'abord été formulés. Comme on le verra, ceci est aussi le cas pour les tâches d'investissement de fonds, qui organisent des actes d'achat, de vente et de transfert de fonds, qui distribuent des ressources de manière globale.

L'importance globale des pratiques évaluatives dépasse la régularité des personnes employées dans l'industrie financière. Une part fondamentale de cette importance, qui en fait le « pouvoir », vient du fait qu'elles organisent, en partie, la distribution de ressources opérée par la finance contemporaine. L'analyse des pratiques évaluatives par elles-mêmes nous permet de décrire les modalités de l'évaluation, mais n'indique pas comment elles s'inscrivent

dans un rapport de pouvoir, c'est-à-dire dans une distribution différentielle des capacités d'agir. La phrase de Nietzsche citée en début de cette partie établit un lien intrinsèque entre une position de domination (celle du « maître ») et une capacité inattaquable (un « droit ») de définir des valeurs. Pour Nietzsche, comme je l'ai indiqué en Introduction, ce rapport de pouvoir n'est pas celui de volontés, mais celui d'actions. Il inscrit le rapport d'évaluation dans un espace plus large, celui des actions en général. Nietzsche analysait les rapports d'évaluation monétaire comme le produit historique de la capacité des plus forts, physiquement, à imposer à d'autres de payer leurs dettes. La métaphore nietzschéenne nous permet de décaler doublement l'affirmation de l'auteur du manuel qui la précède au début de cette partie, selon laquelle l'analyse financière ne s'intéresse qu'au prix établi par des agents informés. D'abord, en analysant le contenu de l'« information », dont on a vu qu'il est organisé comme des rapports de forces dans l'accès à des ressources selon une philosophie morale particulière. Ensuite, en remarquant que la capacité à définir quelque chose comme « information » s'inscrit dans des rapports sociaux plus larges. L'évaluation n'est pas première ou deuxième par rapport à la distribution de ressources dans laquelle elle est utilisée. Elle organise et est elle-même stabilisée dans ce processus[413]. Les règles de l'investissement intègrent celles de l'évaluation selon des logiques organisationnelles proches. Elles distribuent les concepts et les légitimités du dispositif dans des tâches, par rapport auxquelles les personnes ont des rapports différents selon les cas.

Pour comprendre en quoi les pratiques financières peuvent être considérées comme un espace de pouvoir d'évaluation, il faut analyser la manière dont elles sont aussi un pouvoir de distribution des ressources, ce à quoi je m'attacherai dans la deuxième partie de ce texte.

[413] Je suis ici de nombreux auteurs qui ont évité d'aborder le rapport marchand essentiellement comme une question de définition, pour s'intéresser aux processus sociaux historiques à la fois organisés par ces définitions et les organisant à leur tour. Cf. par exemple Garcia-Parpet, M.-F., 1996, « Représentations savantes et pratiques marchandes », *Genèses*, n° 25, déc. pp. 50-71 et Sciardet, H., 1996, « Commerce, marchés, transactions: une approche ethnographique », *Genèses*, n° 25, déc. pp. 29-49.

2ème Partie :

Investir : gérer des fonds de tiers en achetant et en vendant des dérivés de crédit à Acme SA.

> *« Denn, innerhalb weiter grenzen, sind hier* [in der Hierokratie] *persönliche, elastische Interessen im Spiel und kann das rein persönliche Wollen und Handeln entscheidende Wandlungen der Beziehung und Lage der Beteiligten herbeiführen. Dagegen sehr schwer das Verhältnis des Direktors einer Aktiengesellschaft, der die Interessen der Aktionäre als der eigentlichen „Herren" zu wahren verpflichtet ist, zu den Arbeitern von deren Fabrik und gar nicht dasjenige der Direktors der die Aktiengesellschaft finanzierenden Bank zu jene Arbeitern oder etwa dasjenige eines Pfandbriefbesitzers zu dem Besitzer eines von der betreffenden Bank beliehenen Guts. Die „Konkurrenzfähigkeit", der Markt: Arbeitsmarkt, Geldmarkt, Gütermarkt, „sachliche", weder ethische noch antiethische, sondern einfach anethische, jeder Ethik gegenüber disparate Erwägungen bestimmen das Verhalten in den entscheidenden Punkten und schieben zwischen die beteiligten Menschen unpersönliche Instanzen. Diese „herrenlose Sklaverei", in welche der Kapitalismus den Arbeiter oder Pfandbriefschuldner verstrickt, ist nur als Institution ethisch diskutabel, nicht aber ist dies – prinzipiell – das persönliche Verhalten eines, sei es auf der Seite der Herrschenden oder Beherrschten, Beteiligten, welches ihm ja bei Strafe des in jeder Hinsicht nutzlosen ökonomisch Untergangs in allem wesentlichen durch objektive Situationen vorgeschrieben ist und – da liegt der entscheidende Punkt – den Charakter des „Dienstes" gegenüber einem unpersönlichen* sachlichen Zweck *hat. »*[414]

> *« Nous créons de la valeur, euh… pour nos clients »*[415]

---

[414] *« Dans ce cas* [la domination hiérocratique]*, des intérêts personnels et flexibles jouent à l'intérieur de limites larges, et l'action et le vouloir purement personnels peuvent changer de manière décisive la relation et la situation des participants. Le directeur d'une société par actions, par contre, aura beaucoup de mal à établir ce rapport avec les ouvriers d'usine, puisque son devoir est de défendre les intérêts des actionnaires en tant que ses véritables « maîtres » ; et ceci sera presque impossible pour le directeur de la banque qui finance la société par actions dans son rapport aux travailleurs, ou pour le détenteur d'une créance hypothécaire dans sa relation avec le propriétaire du bien sur lequel la banque a garanti la dette. Le comportement est déterminé de manière décisive par la « compétitivité », par le marché (du travail, de la monnaie et des biens), par des considérations « objectives » qui, en n'étant ni éthiques ni anti-éthiques, mais simplement non éthiques, semblent absurdes à toute éthique, des facteurs qui tous introduisent des instances impersonnelles entre les personnes concernées. Cet « esclavage sans maître » dans lequel le capitalisme emmêle le travailleur ou le débiteur hypothécaire ne peut être discuté, du point de vue éthique, que comme institution. Mais, par principe, cette discussion ne peut concerner le comportement personnel de celui, dominant ou dominé, qui y participe. Sous peine de disparaître parce qu'il serait, de tout point de vue, économiquement inutile, ce comportement lui est prescrit pour l'essentiel dans des situations objectives et – c'est le point décisif – est caractérisé comme un « service » avec un* but objectif *impersonnel. »*, Weber, M., 1990 (1922), *Wirtschaft und Gesellschaft*, *op. cit.*, p. 709 (ma traduction, italiques dans l'original).

[415] Propos de JP, 33 ans, manager de la section des dérivés de crédit à Acme, dans laquelle était intégrée l'équipe dont je faisais partie.

Introduction

La gestion de fonds pour tiers et les dérivés de crédit

Comme je l'ai analysé en introduction, la gestion de fonds pour tiers s'est fortement développée depuis une trentaine d'années. Le financement des entreprises et des Etats des pays riches se fait aujourd'hui majoritairement à travers des émissions de dettes et d'actions dans des marchés institués, organisés par des entreprises privées qui emploient des millions de personnes dans le monde entier. Comme je l'ai dit plus haut, cette transformation s'est accompagnée de l'apparition de nouvelles règles d'investissement qui définissent de nouvelles tâches professionnelles. Aux tâches bancaires qui organisaient l'accord de crédit se sont substituées en partie les tâches de la gestion de fonds pour tiers. Dans ces dernières, les employés de l'industrie financière sont censés investir des fonds de leurs clients afin de leur procurer un revenu monétaire avec des termes et des temporalités variables, qui dépendent en partie de l'actif financier considéré.

La majorité des fonds gérés par l'industrie financière aujourd'hui est investie en actions et en obligations. Les dérivés de crédit (ABS, pour *asset backed securities*), que j'analyserai dans cette partie étaient considérés, à l'époque de mes observations comme aujourd'hui, des actifs « exotiques »[416]. A Acme, ils ne concernaient que 2 à 3% de l'ensemble des fonds sous gestion en 2004 et, dix ans auparavant, ils ne faisaient simplement pas partie, comme actif à part entière, de l'« univers d'investissement » des entreprises de gestion basées en France. Cette évolution en France suit, comme celle des autres pays riches, le volume global d'émissions d'ABS, qui a été multiplié par dix depuis le milieu des années 90, essentiellement du fait des institutions de crédit établies aux Etats-Unis[417]. Le choix d'observer l'investissment dans ce produit si peu connu a été dû non pas à une décision stratégique basée sur sa spécificité, mais au hasard des rencontres pendant la recherche de terrain. En même temps, il s'est avéré plus intéressant que prévu, du fait de la « crise financière » globale déclenchée pendant l'été 2007 à partir de la dissémination de ces produits

[416] Selon le FMI, le montant d'ABS émis aux Etats-Unis, qui constituent le gros des titres émis globalement, fin 2005, n'atteignait pas 2000 milliards de dollars US. A la même date, la capitalisation globale des marchés d'actions était de 42 000 milliards de dollars US, celle des marchés d'obligations d'entreprises de 23 400 milliards et celles des bons d'Etat de 36 300 milliards. Cf. International Monetary Fund, 2007, *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, *op. cit.*, April, p. 153 et 157.
[417] *Ibid.* p. 153.

dans l'ensemble de l'industrie financière, sur laquelle je reviendrai dans la suite de ce texte. Néanmoins, l'objet de l'étude demeure ici les logiques d'investissement et non celles de la crise, même si elles sont liées.

Les personnes avec qui j'ai travaillé pendant quatre mois en 2004 à Acme formaient une équipe de gestion de fonds pour tiers investissant dans des ABS. Ils avaient 5 milliards d'euros sous gestion, distribués en différents « fonds d'investissement » pour plusieurs clients, notamment des entreprises d'assurance françaises et allemandes et des banques britanniques. Acme SA était une entreprise qui employait des milliers de personnes dans le monde entier. Elle avait connu une forte croissance pendant les années 90, pour devenir un des acteurs majeurs de la finance internationale basés en France. Son développement était lié à la part croissante, en France, des marchés financiers, dans la gestion de l'épargne et de la retraite (*via* les entreprises d'assurance) des ménages et dans le financement des entreprises privées et des privatisations des entreprises publiques. Pour comprendre les pratiques des personnes observées, il faut donc les considérer dans cette transformation dans le temps, et dans l'organisation particulière dans laquelle elles avaient lieu. De cette manière, on peut aussi comprendre comment elles s'inscrivent dans une distribution globale de ressources par la finance contemporaine dans laquelle, comme on l'a vu, les pratiques d'évaluation jouent un rôle fondamental.

L'évaluation et l'investissement

Comme nous l'avons vu dans la première partie de ce texte, les pratiques évaluatives sont fondamentales dans les procédures des personnes censées incarner l'instance de décision d'acheter ou de vendre des actifs financiers, comme les gérants de fonds. Dans le cas des gérants de fonds investissant dans des actions, ils utilisent des sources d'information diverses mais fortement instituées et définies par des tâches professionnelles spécifiques. Les gérants de fonds ne sont pas les seules personnes qui prennent des décisions d'achat et de vente. Comme on l'a vu, la part des *traders*, y compris dans la gestion de fonds pour tiers, peut être importante. Par ailleurs, dans de très nombreuses entreprises financières, des *traders* (appelés « *traders* sur fonds propres » ou « prop'*traders* ») se voient allouer des fonds appartenant à leur employeur, qu'ils investissent en spéculant pour générer un profit directement pour lui et non pour ses clients. Finalement, dans les entreprises où les fonds à investir sont distribués parmi plusieurs professionnels, des employés ont la tâche de définir les montants gérés par chacun (on parle d'« allocation d'actifs »), généralement en distinguant des classes d'actifs (actions, obligations, etc.), des aires géographiques, des seuils de capitalisation, et d'autres

facteurs que j'ai en partie étudiés au sujet de l'évaluation relative. Les méthodes d'investissement des différentes entreprises et, en leur sein, des différents postes professionnels, comme les gérants, les *traders* et les allocateurs, peuvent de fait être plus diverses que celles des clients de Brokers Inc.Mais dans tous les cas, les acteurs chargés de prendre les décisions d'achat et de vente sont tenus d'avoir accès à de l'information produite selon des procédures très régulières, comme celles de l'entreprise de *brokerage* étudiée plus haut.

L'information financière mobilisée par les différents acteurs est organisée conceptuellement par le point de vue d'un investisseur libre, la définition d'une valeur fondamentale, une valeur relative et une valeur spéculative, qui sont comparées à un taux « sans risque ». Comme nous le verrons pour les ABS et les *hedge funds*, ceci s'étend à la grande majorité des actifs financiers. La manière dont ces éléments sont définis dans chaque cas (actions, obligations, etc.) et la manière dont ils sont agencés dans les multiples logiques de calcul possibles correspondent à des logiques d'investissement différentes. Les pratiques évaluatives sont constitutives des pratiques d'investissement, non seulement parce que les personnes chargées d'acheter et de vendre sont tenues d'utiliser de l'information, mais aussi parce que cette information définit en partie ce qui est échangé, et les stratégies de la participation à l'échange. Pour chaque personne, comme les gérants que j'ai analysés dans la première partie de ce texte, l'accès à l'information peut être perçu de différentes manières et l'aspect de recherche cognitive n'est souvent pas le seul ni nécessairement le plus important à tout moment. Mais de manière plus fondamentale, les pratiques évaluatives ont lieu selon des procédures très instituées, et stabilisent les objets de l'échange et les stratégies qu'ils rendent possibles.

Alors que pour les actions cotées il y a une myriade d'entreprises de *brokerage*, dont une dizaine ou une quinzaine ont une envergure globale qui leur donne un statut labile de référents généraux, la définition des ABS et leur inscription dans une hiérarchie de valeurs est essentiellement le fait de trois entreprises, appelées des « agences de notation » : Fitch[418], Standard & Poor's[419] et Moody's[420]. Ces agences ont aussi un rôle fondamental dans l'analyse des obligations des entreprises cotées et des bons d'Etats, dans le monde entier. Leur activité dans le « marché » de taille restreinte des ABS est perçue comme le développement dans une niche d'un savoir-faire et d'une légitimité acquis dans des « marchés » de tailles beaucoup

[418] Cf. http://www.fitchratings.com
[419] Cf. http://www.standardandpoors.com
[420] Cf. www.moodys.com

plus importantes. L'analyse des ABS produite par ces agences était organisée selon les principes d'évaluation que j'ai étudiés dans la première partie de ce texte. Comme j'essaierai de le montrer dans les pages qui suivent, la manière de les intégrer dans les logiques d'investissement était en évolution dans l'équipe que j'ai observée, une transformation qui était en partie liée aux différentes manières d'agencer les éléments de l'évaluation.

Les logiques d'évaluation sont constitutives des logiques d'investissement, mais ces dernières ont des spécificités liées aux règles de la distribution effective de ressources qui a lieu dans les actes d'achat et de vente. J'ai évoqué certaines de ces logiques dans l'analyse des pratiques évaluatives des gérants de fonds investis en actions. Elles tiennent aux rapports commerciaux qui définissent l'activité de gestion de fonds pour tiers, aux méthodes et modèles théoriques qui définissent les objectifs de l'investissement, notamment en termes de performance et de volatilité, à la manière dont les gérants sont organisés dans les entreprises qui les emploient et à leurs parcours personnels. L'agencement de ces logiques dans le quotidien des acteurs que j'ai observés à Acme constitue leur participation à une distribution de ressources globale par la finance contemporaine. Comme pour l'évaluation, ces logiques mobilisent, de manière plus ou moins fragmentaire et explicite, des arguments de légitimation que nous pouvons analyser à travers les concepts qui définissent les objets d'échange dans une réflexion sur le rapport de crédit comme rapport de pouvoir.

Le pouvoir d'investir : la distribution de ressources dans des rapports de crédit

Comme nous l'avons vu pour les actions, l'évaluation financière tend à considérer tout actif financier sous la forme du crédit, y compris quand il s'agit d'une part de propriété. Les ABS sont définis de manière explicite comme un rapport de crédit. Comme les obligations et les bons d'Etat, un *asset backed security* est un contrat par lequel une entité s'engage à recevoir une somme d'argent et à la rembourser avec un intérêt dans le temps. Les termes du contrat définissent les droits et les devoirs des parties. Par ailleurs, l'ABS est lui-même conçu à partir des activités des institutions de crédit dans les pays riches : le « sous-jacent », l'*asset*, est le flux de remboursements payés par des particuliers ou des entreprises ayant contracté des dettes bancaires. L'acheteur d'un ABS finance des crédits et en perçoit des intérêts. Pour comprendre le rapport de crédit spécifique qui s'établit lorsqu'un employé achète ou vend un de ces actifs, il faut donc analyser les termes du contrat, les définitions du sous-jacent et les manières de l'évaluer. L'organisation de l'investissement stabilise le rapport de crédit.

Les règles de l'investissement en ABS incluent des méthodes de calcul qui, comme celles que nous avons analysées dans la première partie de ce texte, s'inscrivent dans des philosophies politiques et morales libérales. Par ailleurs, l'activité de gestion de fonds pour tiers inscrit ces méthodes dans des engagements commerciaux qui lient les gérants de fonds à leurs clients. En analysant les contrats, et les stratégies commerciales des acteurs observés, on peut poser à l'investissement de l'équipe ABS d'Acme des questions de l'anthropologie des rapports de crédit qui les éclairent comme des rapports de pouvoir : quelles sont les règles de définition des participants au rapport de crédit ? quelles sont les instances, et les personnes, qui décident de l'application de ces règles ? quelles sont les possibilités d'action, multiples et limitées, pour chaque personne, dans le dispositif de crédit ? Ces questions reprennent le questionnement maussien sur la distribution institutionnalisée de ressources comme enjeu politique majeur, du fait de sa participation à la constitution de hiérarchies sociales. Comme le rappelle Sabine Montagne, la gestion de fonds pour tiers est aujourd'hui, notamment aux Etats-Unis, basée sur un rapport de délégation qui perpétue l'idée que les professionnels de la finance sont en train de réaliser les intérêts du sujet qui leur a fourni les fonds à investir, alors que le dispositif juridique laisse en même temps une grande latitude aux institutions dans la distribution de ressources qu'elles effectuent avec ces fonds[421]. Analyser les procédures de cette distribution, avec les imaginaires qui les organisent et les légitiment, permet d'observer un espace de pouvoir défini par l'efficacité de pratiques professionnelles.

L'analyse de crédit a souvent été analysée, comme dans la citation de Max Weber reproduite plus haut, à travers une opposition entre le personnel et l'impersonnel, dans laquelle se jouerait la possibilité de la liberté d'un sujet qui échange, et donc la légitimité du dispositif. Ces approches communiquent, comme on l'a vu pour l'évaluation, avec les philosophies politiques et morales qui informent les concepts mobilisés dans la pratique même de l'investissement. En intégrant la problématique de la légitimité du dispositif comme un des éléments du dispositif lui-même, j'essaierai d'analyser comment l'instance de décision de l'investissement, l'investisseur libre, est à nouveau distribuée dans différentes tâches professionnelles, qui peuvent être cachées par la figure du gérant de fonds, censé être responsable, dans sa conscience, de ses propres actes d'achat et de vente. Dans ce dessein, j'analyserai comment les pratiques des gérants de l'équipe ABS s'inscrivaient dans les logiques organisationnelles d'Acme SA, qui les dépassaient largement, et par rapport auxquelles les personnes observées se positionnaient de différentes manières. Les rapports de

[421] Ces logiques de délégations seraient d'ailleurs en train de s'étendre en Europe, cf. Montagne, S., *Les fonds de pension*, *op. cit.* pp. 265-268.

crédit organisés par la finance contemporaine apparaissent alors comme des rapports de pouvoir, de distribution de capacités à agir, l'imaginaire de la liberté d'un sujet de l'échange organise et légitime les pratiques quotidiennes, sans être incarné dans une personne particulière.

Plan de la deuxième partie

Je commencerai par situer l'équipe ABS dans les enjeux organisationnels d'Acme. L'équipe avait quatre ans d'existence lors de mes observations, et avait connu une forte progression, qui accompagnait celle du département dans lequel elle était intégrée, défini par sa spécialisation dans des produits financiers atypiques, que j'appellerai le Département Structuré. Contrairement aux grandes équipes de gestion en actions et obligations, l'organisation du travail dans le Département Structuré était, de manière explicite, censée être le fait de petites équipes de spécialistes, rentables de manière indépendante, et innovantes afin de réagir à des enjeux commerciaux et se développant de manière autonome à travers des projets de moyen terme. La forte croissance du Département Structuré s'inscrivait dans la stratégie de sa direction de s'opposer aux autres départements et éventuellement prendre la direction d'Acme. Ces logiques organisationnelles avaient permis l'existence de l'équipe ABS et contribuaient à définir et limiter ses possibles (A).

Pour comprendre comment les pratiques de l'équipe ABS participaient d'une distribution de ressources globales par la finance contemporaine, il faut analyser les rapports de crédit établis dans l'actif financier dans lequel les gérants investissaient les fonds qui leur étaient confiés. Les ABS sont des contrats qui lient des personnes ou des entreprises qui contractent des dettes auprès d'institutions de crédit, à des investisseurs financiers dans le monde entier. Les termes des contrats et la manière dont ils définissent le « sous-jacent », les dettes particulières, mobilisent les éléments d'évaluation selon les principes décrits dans la première partie de ce texte. Les ABS sont inscrits, comme les actions et les autres actifs financiers, dans les philosophies politiques et morales libérales que j'ai décrites plus haut, dont les arguments légitiment le dispositif de crédit selon les termes d'un sujet libre de l'échange. Par ailleurs, la pratique de gestion de fonds pour tiers s'inscrit dans cette même logique, en définissant l'investissement comme une manière de *« créer de la valeur »*. L'approche du crédit et du pouvoir à travers les travaux de Marcel Mauss et de Michel Foucault nous permet d'analyser les ABS comme une distribution particulière des ressources financières, selon des règles qui définissent aussi une hiérarchie des pouvoirs de décision. Comme pour l'évaluation, l'investissement analysé à travers les procédures quotidiennes nous

permet voir comment les philosophies politiques et morales de la liberté du sujet de l'échange organisent et légitiment du dispositif (B).

Les spécificités organisationnelles d'Acme, notamment du Département Structuré, et les caractéristiques des ABS permettent de comprendre la manière dont s'est constituée l'équipe ABS dans le temps, les règles d'investissement qu'ont développées ses membres et le contenu et les limites des possibles pour chacun en tant qu'employé. L'équipe s'était constituée autour d'un noyau de trois gérants spécialisés dans une analyse fondamentale des ABS, qui excluaient un quatrième gérant spécialisé dans des techniques d'investissement plus proches de l'évaluation relative et spéculative. Les trois postes d'assistant étaient occupés par des personnes qui, tout en mobilisant les arguments officiels sur l'autonomie et la créativité étendus dans le Département Structuré, se trouvaient dans des positions différentes, en partie du fait de leurs affinités personnelles. L'histoire de la constitution de l'équipe permet de comprendre son adoption de la technique d'investissement de *buy and hold*, intimement liée à l'approche fondamentale de la valeur (C).

Les parcours des membres de l'équipe, leur contexte commercial et leurs projections futures permettent de comprendre les règles d'investissement qu'ils avaient développées et qu'ils mettaient en œuvre au moment de mes observations. En analysant un contrat de gestion pour tiers particuliers, j'essaierai de montrer comment l'équipe participait concrètement à une distribution globale de ressources. Ceci se faisait par l'élaboration d'une méthode d'investissement considérée comme « sophistiquée », les *Collateralized Debt Obligations* (CDO en français), qui permettent aux clients de l'équipe de vendre et d'acheter des parts de leur investissement, et donc à l'équipe d'élargir sa clientèle potentielle (D).

A l'époque de mes observations, le taux d'intérêt de base, le Libor, qui définissait les revenus possibles des ABS, commençait à augmenter, en limitant les marges de profit pour la technique d'investissement de l'équipe, qui se voyait forcée de changer son approche fondamentaliste pour se rapprocher de l'évaluation relative et spéculative. Cette tension survenait à un moment où les rapports de pouvoir entre départements à Acme étaient en train de changer. Pendant mes observations, la direction du Département Structuré a pris la direction de l'Allocation d'actifs à Acme, ce qui lui donnait de fait un pouvoir considérable sur les autres départements. Les changements de stratégie d'investissement de l'équipe ABS se sont inscrits dans cette évolution, qui ouvrait des possibilités nouvelles aux membres. Selon les parcours personnels et la manière dont l'équipe avait été organisée jusque-là, les membres se sont positionnés différemment, certains sont partis et d'autres ont développé les nouvelles approches. L'observation de ces changements permet de voir comment la

« décision » d'investissement est distribuée au sein de l'organisation dans différentes tâches professionnelles, qui ne se résument pas à la figure du gérant de fonds, participant à l'échange comme sujet libre. Comme l'indiquait Mauss, on peut voir comment le rapport de crédit établi dans les pratiques de l'équipe ABS s'inscrit dans une organisation vaste dans laquelle les pouvoirs de décision sont distribués de manière hiérarchique (E).

L'expérience de recherche à Acme permet d'observer, dans un cas précis, comment la finance contemporaine, par sa place fondamentale dans la distribution de ressources monétaires constitue un espace de pouvoir. Cet espace est aujourd'hui global, ce qui dessine un horizon pratique politique qui dépasse celui constitué selon la logique de la souveraineté des Etats.

A) Un groupe de spécialistes intégrés dans une organisation en transformation: l'équipe ABS dans Acme SA

L'équipe ABS était intégrée dans une « section » spécialisée dans les dérivés de crédit, elle-même faisant partie du Département Structuré, chaque département étant sous la supervision de la direction d'Acme. Les pratiques d'investissement des membres de l'équipe ABS suivaient des règles qui avaient à voir avec l'organisation des rapports sociaux à Acme et avec des transformations de la finance contemporaine dont j'ai décrit quelques aspects en introduction. J'analyserai ici les règles organisationnelles explicites par rapport auxquelles se situaient les employés que j'ai observés.

Acme était une entreprise de gestion de fonds pour tiers issue de la fusion et de l'acquisition de plusieurs entreprises d'assurance, dont certains départements avaient à charge l'investissement des fonds perçus par le paiement de polices. Dans les années 90, Acme s'était constituée en entreprise indépendante légalement, mais toujours détenue par sa maison d'origine. Cette évolution était censée lui permettre d'étendre sa clientèle au-delà de sa maison-mère, en levant des fonds à gérer auprès d'autres clients institutionnels. Depuis cette époque, Acme avait connu une très forte croissance, liée à un élargissement de sa clientèle et à une diversification des produits proposés. Au départ centrée sur les pratiques classiques d'investissement en actions et obligations, l'entreprise avait développé une gamme variée de produits financiers qui sont apparus dans l'industrie financière dans les années 80 et surtout 90 (1).

Le Département Structuré, dans lequel était intégrée l'équipe ABS, s'était constitué dans le développement de ces nouveaux produits. En forte croissance depuis ses débuts, sa position à Acme était en constante évolution, ce qui l'opposait aux départements moins dynamiques nommés Equities (investissement en actions) et Fixed Income (investissement en obligations d'entreprises et bons d'Etat). A la fin de ma période d'observation comme stagiaire, la directrice du Département Structuré a pris la tête d'un des départements les plus importants à Acme, celui de l'Allocation, dans lequel étaient décidés les montants des fonds sous gestion alloués à chaque département. Du fait que les commissions et les bonus des employés dépendent en bonne partie des montants des fonds qu'ils ont sous gestion, l'Allocation occupait une place centrale dans la hiérarchie de l'entreprise. Cet événement marquait l'aboutissement d'une stratégie victorieuse de la direction du département, opposée

de longue date à celle des autres départements et à une partie de la direction d'Acme. Cette opposition apparaissait de manière ostensible dans les règles organisationnelles du Département Structuré. Celles-ci mettaient en avant l'importance de l'autonomie et de la créativité des employés, organisés en groupes de spécialistes fonctionnant par projets à moyen terme, avec des horizons de quelques années. Cette organisation était censée être plus réactive que celle, plus classique, que j'ai évoquée en première partie, où de grandes équipes pratiquent des stratégies communes sur des marchés très institués et en copiant plus ou moins des manières d'investir communes à toute la profession (2).

L'équipe ABS était intégrée dans une section spécialisée dans l'investissement en dérivés de crédit, composée d'une vingtaine de personnes dirigées par quelqu'un dont tous s'accordaient pour vanter les capacités commerciales et la créativité. Les six membres de l'équipe dont je faisais partie mobilisaient le discours sur la créativité et l'autonomie pour décrire leur quotidien et se positionner dans leurs rapports à l'intérieur et à l'extérieur de l'équipe. Ils se présentaient comme des spécialistes de produits financiers nouveaux et sophistiqués, en s'inscrivant dans le discours officiel sur la place du Département Structuré dans Acme (3).

1) Acme dans les transformations de la gestion de fonds pour tiers

Acme était en 2004 un acteur de taille importante dans la finance globale. L'entreprise avait grandi en suivant l'expansion des marchés financiers et des nouvelles institutions et tâches professionnelles apparues avec les changements des années 80 et 90.

La gestion de fonds pour tiers à Acme en 2004

A l'époque de mes observations, en 2004, Acme avait autour de 300 milliards d'euros sous gestion et un peu plus de 2000 employés. Elle était un des grands acteurs financiers français au niveau international[422]. Autour de 200 milliards étaient investis en actions et obligations à parts égales. Le reste était investi dans différents produits plus ou moins atypiques, comme l'immobilier, les entreprises non cotées (le *« private equity »*) et les *hedge funds*, gérés par différents départements de petite taille. Le plus grand de ces départements était le Département Structuré, qui avait autour de 30 milliards sous gestion. Les

[422] Pour une comparaison, Fidelity, une des plus grandes entreprises de gestion de fonds au niveau mondial, déclarait dans son site Web avoir près de 1600 milliards de dollars US sous gestion au 31 décembre 2007. Cf. http://content.members.fidelity.com/Inside_Fidelity/fullStory/0,,3038,00.html

clients de la gestion de fonds étaient essentiellement des mutuelles, des assurances ou de grandes entreprises qui confiaient à Acme la gestion à court terme de leur trésorerie. Les activités du Département Structuré ne se résumaient pas à la gestion de fonds. Ils créaient aussi des produits dérivés pour des clients spécifiques, généralement des entreprises qui cherchaient des techniques de « couverture » (comme le *hedge* que j'ai décrit plus haut). La clientèle potentielle de ce département était donc plus large que celle des autres départements d'Acme.

La distribution des fonds entre les employés d'Acme se faisait à partir des décisions stratégiques prises par l'Allocation. En calculant, à partir de séries statistiques, les performances et les volatilités passées des différents actifs financiers, selon la logique de diversification que j'ai décrite en première partie pour les actions, les fonds étaient alloués aux différentes classes. Les actions et les obligations étaient privilégiées pour plusieurs raisons. Il s'agissait de marchés très liquides, du fait de leur taille, et pour lesquels il y avait plus d'information statistique historique. Par ailleurs, historiquement, ils étaient les seuls marchés financiers dans lesquels investissaient les entreprises qui avaient constitué Acme avant les années 90. Pour la plupart des clients d'Acme, le processus consistait à négocier avec l'entreprise une allocation globale des actifs. Il était rare qu'une entreprise cherche à contacter un département en particulier sans passer par l'Allocation. Celle-ci détenait de fait un pouvoir considérable. Le tour de force du Département Structuré avait été de se développer fortement depuis sa création en 2001, en parvenant à attirer des clients qui lui étaient propres, pour des produits financiers qui n'étaient pas traditionnellement retenus par l'Allocation dans ses calculs statistiques.

Les enjeux de l'allocation d'actifs étaient très importants du fait que les salaires et les bonus des employés d'Acme, au niveau des cadres (gérants, analystes, *traders*, vendeurs), dépendaient fortement des montants des fonds sous gestion des équipes auxquelles ils appartenaient. L'Allocation distribuait les fonds selon différentes classes d'actifs (actions de grandes capitalisations européennes, obligations de pays émergents, etc.), gérées par des équipes spécialisées dans une catégorie particulière. Au sein de chaque équipe, les fonds étaient distribués par la direction entre les différents gérants. La commercialisation du gros des fonds était le fait d'Acme en général, mais les équipes avaient des marges, variables selon les cas, pour attirer des clients qui leur étaient propres. Dans les cas où il existait des classements d'équipes de gestion pour l'ensemble de la profession, ceci entrait en ligne de compte dans la commercialisation du fonds par l'entreprise, et donc sur la taille des encours gérés. L'autonomie affichée par le Département Structuré accentuait la tension avec

l'Allocation, comme nous le verrons pour l'équipe ABS qui, de ce point de vue, n'était pas un cas isolé.

Une évolution dans le temps liée aux transformations globales de la finance

Acme SA a été créée comme entreprise autonome dans la deuxième moitié des années 90, à partir du regroupement des activités de gestion de fonds de différentes entreprises financières dont certaines existaient depuis des décennies. Sa forte croissance a accompagné celle de l'activité de gestion de fonds pour tiers en France et dans d'autres pays riches. Comme je l'ai indiqué en introduction, en France, pendant les années 90, les montants de fonds de particuliers investis dans des produits échangés dans des marchés financiers se sont développés de manière considérable. Ces fonds sont gérés le cadre de structures juridiques comme les SICAV, les OPCVM ou différents contrats d'assurance, comme les contrats d'assurance vie, dont certains peuvent être assimilés à des fonds de pension privés.

Pendant mon stage, j'ai pu interviewer Fernand, 56 ans, directeur de l'Allocation, peu avant qu'il ne se fasse remplacer de manière conflictuelle par la directrice du Département Structuré. Se sachant sur le départ (ce que je n'ai appris qu'une fois les faits accomplis), il m'accorda un entretien plutôt long pour quelqu'une de son niveau hiérarchique, durant lequel il me donna, pendant près de deux heures, une vision rétrospective de l'évolution de la compagnie dans laquelle il avait fait presque toute sa carrière, depuis 1975. En insistant à plusieurs reprises sur le fait que ses propos étaient « personnels » et qu'il ne les tiendrait jamais en tant que représentant de la direction d'Acme, il remarquait comment l'évolution des métiers de la gestion était liée à des transformations globales de la finance, et à la spécificité de la politique des gouvernements français pendant les années 80. Selon lui, dans les années 60 et 70, les jeunes n'étaient pas intéressés par la finance, dans laquelle ils ne voyaient aucun avenir. Avec la victoire de la gauche en 81, et les promesses de nationalisation du système financier, les milieux professionnels privés considéraient que les affaires étaient finies : *« fin 83 on s'est aperçu que les choses évoluaient* […] *petit à petit, la vie à repris, la vie financière, a repris un petit peu de couleur. Les marchés financiers ont commencé à remonter* […] *On a vu les choses progressivement se transformer en France dans un environnement mondial qui avait complètement changé de conjoncture. En 1981* […] *le président de la banque fédérale américaine a décidé d'arrêter, je dirais, en quelque sorte, la dérive inflationniste* […] *il a augmenté les taux d'intérêt au niveau qu'il fallait pour casser la conjoncture* […]. *En France, le gouvernement Mauroy a émis du papier, en 82, si ma mémoire est bonne,* […] *à 17,5% ! 17,5% ! et à cette époque-là, les gens raisonnables me*

disaient « bon, 17, vraiment, ces socialistes sont fous, nous en France on a une inflation structurelle qui ne peut pas être en dessous de 10, mais vraiment 17, il n'y a que les socialistes pour faire ça ! » Vous voyez, quinze ans après l'inflation était tombée à 2, et on a peur qu'il n'y en ait pas assez. Là aussi, ça montre que dans tout ça, on a très très mal à voir très loin. […] *Il fallait casser l'inflation* […] *et Paul Volcker, par ce biais-là, a enclenché, je dirais, 20 ans de prospérité financière absolument inimaginables à l'époque* […] *tout est venu s'ajouter pendant cette décennie des années 80, jusqu'en 91-92, pour dérouler des effets magiques dans la deuxième moitié de la décennie. En baissant l'inflation vous redonnez de la valeur aux actifs financiers* […] *Sur cette vague de désinflation s'est ajoutée une immense vague de déréglementation, de libéralisation. Alors, je ne porte pas de jugement de valeur, chacun a le droit d'avoir son point de vue là-dessus. Politiquement, ça a été symbolisé par des gens comme Reagan et Thatcher* […], *globalisation, européanisation, ouverture des frontières, tout ça est allé dans le même sens. Dans les années 85, 86, 87, en France, même sous un gouvernement de gauche, on a créé des marchés à terme, ça s'appelait le MATIF, on a eu des ministres des finances qui ont fait de la surenchère dans la libéralisation, chacun voulant apparaître plus libéral que le voisin* […] *Bérégovoy a été en quelque sorte le chantre de ce truc-là* […] *On a demandé aux Français de mettre de l'argent, à l'époque on appelait ça les SICAV Monory, ensuite les SICAV Delors* […] *On a fabriqué, par ce biais-là, cette couche de population disponible pour les métiers financiers* […] *On a vu émerger, je dirais, toute une population désireuse de participer à ce développement des activités financières sous toutes ses formes. Une maison comme ici, dont la moyenne d'âge, je crois, est de 33 ans, les gens dans Acme, on en a à peu près 800, 900 à Paris,* […] *c'est des gens, ils ont terminé leurs études il y a dix ans, donc en 1995, donc ils ont eu envie de les faire en 1989, 1990, 91, 92. Et à ce moment-là, ils ont pas eu envie d'aller travailler dans la sidérurgie, ils ont pas eu envie de travailler dans des usines de décolletage dans les vallées des Alpes, ils ont pas eu envie effectivement de faire de l'agriculture, ils ont eu envie de faire de la finance d'une manière ou d'une autre. Dans le cas particulier d'Acme, le groupe s'est fabriqué à l'intérieur de ce courant, si vous voulez, sur cette espèce de grand fleuve, le bateau a pris de l'importance ».*

Il m'explique par la suite que la série de fusions et acquisitions qui ont débouché sur la création d'Acme s'étaient imposées pour atteindre une taille critique dans des marchés devenus internationaux. La croissance du Département Structuré s'est inscrite dans ce mouvement, mais Fernand n'en parle pas. Sur le moment, je n'avais pas toutes les données pour comprendre ce silence, même si j'étais étonné du fait qu'il parlait des produits dérivés et des ingénieurs financiers comme de nouveautés exotiques, qu'il ne décrivait pas avec le détail

et l'intérêt avec lequel il développait des réflexions sur l'analyse fondamentale des actions, son premier métier. Par ailleurs, il considérait comme quelque chose de surprenant que les nouvelles générations viennent des grandes écoles d'ingénieurs, et avaient des *« DEA en mathématiques, ou je ne sais quoi »*, alors que cette population était extrêmement majoritaire dans le département dans lequel j'étais en stage. J'ai compris, après des entretiens avec d'autres acteurs, et le changement de pouvoir peu avant la fin de mes observations, que ce silence et ces réticences étaient liés au fait que le Département Structuré s'était constitué, en bonne partie, contre Fernand lui-même.

2) Le Département Structuré : des spécialistes, des produits nouveaux, un travail organisé en projets par des équipes autonomes

Le Département Structuré avait été développé par une partie de la direction d'Acme opposée à la stratégie commerciale et d'investissement développée par Fernand jusque-là. Cette opposition concernait prioritairement les types de produits financiers inclus dans l'allocation générale d'actifs et proposés de manière massive et systématique aux clients. Mais il concernait aussi des manières d'organiser le travail, liées aux actifs financiers. L'investissement en obligations et en actions, comme je l'ai évoqué en première partie, était en train de s'industrialiser, avec de grandes équipes qui répliquaient des indices qu'elles pouvaient choisir parmi un nombre restreint utilisé par la grande majorité de la profession. Comme les manuels l'attestent, les techniques d'évaluation et d'investissement pour ces actifs étaient fortement standardisées et accessibles à un grand nombre. L'investissement dans des produits plus atypiques, par contre, était le fait de spécialistes qui détenaient un savoir particulier. Leurs activités et leurs rémunérations ne pouvaient donc être standardisées facilement. C'est sur ces dernières que s'est développé le Département Structuré.

La croissance conflictuelle du Département Structuré

Ce département avait été créé comme projet en 1997 par la direction d'Acme. Il avait commencé à se développer fortement à partir de 2001, moment où, sous la direction de Nicole, il avait reçu une nouvelle impulsion. Agée de 47 au moment de mes observations, diplômée de l'ENSAE et ayant fait sa carrière dans la gestion de fonds et dans les secteurs commerciaux des entreprises ayant contribué à la création d'Acme, elle avait à la fois les contacts dans l'entreprise et le savoir-faire pour développer les nouveaux produits financiers sophistiqués que Fernand ne connaissait pas de première main. Dans notre entretien, elle m'a

raconté de manière à peine voilée un conflit ouvert qu'elle a eu avec ce dernier, et qu'un de ses employés de l'époque, Fabrice, m'a décrit en des termes très semblables, mais plus agressifs. Dans les années 90, Nicole et une petite équipe de spécialistes en mathématiques financières ont commencé à proposer d'intégrer de nouveaux produits financiers dans l'allocation globale comme, les *hedge funds* et différents produits dérivés, comme les swaps, les options et les fonds indiciels.

Selon Nicole et Fabrice, Fernand ne *« comprenait pas »* ces produits, trop *« sophistiqués »* pour lui. Par ailleurs, ces produits n'avaient pas d'historique long, ce qui rendait difficile de les intégrer statistiquement dans les calculs d'allocation, une activité dans laquelle Fabrice était spécialisé. Fernand et son équipe auraient systématiquement refusé de les proposer aux clients. Les connaissances de Nicole en statistique, et ses liens avec les clients traditionnels d'Acme, lui auraient permis à la fois de trouver des spécialistes de qualité et de pouvoir les proposer à une clientèle qui lui faisait confiance, sans passer par le filtre de l'Allocation dirigée par Fernand. Nicole me disait en entretien, avec une simplicité qui ne faisait que mieux mettre en avant son orgueil, qu'à son arrivée, le département était composé de vingt personnes et avait cinq milliards d'euros sous gestion avec des revenus annuels de 13 millions annuels. En trois ans, 60 personnes géraient 30 milliards, avec 80 millions d'euros de revenus par an. Ce succès semblait confirmer la justesse de sa stratégie, et l'erreur de celle Fernand, qui n'était plus l'homme de la situation. Nicole insistait sur le fait que le département était constitué par des spécialistes, et opposait l'organisation « industrielle » des départements Equities et Fixed Income à la sienne.

Une stratégie explicite : développer des équipes autonomes organisées autour de projets propres

Le Département Structuré avait trois domaines d'activité très distincts : des *hedge funds* spécialisés dans des actifs très différents, une section travaillant dans la production de produits dérivés comme les swaps et les indices, et une centrée sur les dérivés de crédit, dans laquelle se trouvait l'équipe dans laquelle j'étais intégré. Les directeurs de chaque section avaient été recrutés directement par Pierre Dupont, le PDG d'Acme, avant l'arrivée de Nicole, selon une vision commerciale concernant des besoins potentiels des clients, que la stratégie de l'Allocation dirigée par Fernand ne prenait pas en compte. Le rôle de Nicole avait été moins d'indiquer des pistes de développement aux directeurs des sections, que de rendre leur croissance viable au sein d'Acme. En entretien, elle développait longuement sa compréhension de la réussite de son équipe, et des échecs des autres, en considérant qu'elle

tenait à la capacité de personnes particulières à développer des projets et en être responsables. Son analyse, peu avant qu'elle remplace Fernand, semblait une déclaration d'intentions pour son nouveau rôle, que je n'ai pu comprendre qu'après-coup : *« En 1997* […] *Pierre Dupont* […] *a recruté à ce moment-là les hommes clé de l'équipe aujourd'hui,* […] *il a vraiment fait venir des gens qui aujourd'hui constituent l'ossature de ce département.* […] *Alors tout ça a énormément grossi, pourquoi ? parce que la vision de Pierre Dupont était la bonne, c'est vraiment autour de ces axes-là qu'on a tout développé dans l'équipe et puis aussi parce qu'on a eu, je dirais, la pertinence de recruter exactement les bonnes personnes. Les bonnes personnes dans le sens des compétences techniques, et des bonnes personnes aussi dans le sens de la vision, la vision de ce qu'on pouvait faire dans ces métiers. Et puis à partir de là les choses se sont développées, dans un contexte qui nous a toujours été favorable dans l'entreprise, au sens où on a su, je dirais, faire confiance à ces gens-là. Par exemple, il est assez facile aujourd'hui pour nous, alors que ce n'est pas du tout le cas pour d'autres gens dans la boîte, de, quand on a une idée, quand on a une vision, de dire : « voilà, voilà quelle est l'idée, voilà où est-ce qu'on pense qu'on peut amener les choses, voilà combien ça va rapporter » et on construit un* business plan*, on soumet ce* business plan*, et en général on nous dit « oui », et en général on le fait (rires), et donc on prouve qu'on a eu raison de nous dire « oui », et qu'on a su mener le truc à bien. On est de ce point de vue-là dans une espèce de cercle vertueux qui est très satisfaisant. Parce bien qu'on soit part d'une très grande organisation, on arrive assez facilement à prendre des initiatives et à les mener à leur terme. Et donc on arrive à faire en sorte que des gens comme JP*[423]*, qui a un esprit entrepreneur invraisemblable hein ? qui est un développeur incroyable, et ben, on arrive à faire en sorte qu'il puisse développer ce qu'il veut, qu'il puisse suivre ses idées, qu'il puisse avoir les moyens derrière de les mettre en œuvre. Je pense que c'est vraiment une des raisons très importantes du succès de cette équipe, d'avoir su créer, et d'avoir eu des dirigeants d'Acme qui ont su créer cet espèce d'environnement, cet espèce d'enchaînement de choses qui marchent, en fait.* […] *On est dans un mode d'organisation d'Acme qui est assez particulier, parce qu'il est très lié aux personnes hein ? Parce qu'en général ce qu'on entend c'est : « il faut qu'on trouve la bonne organisation, et les personnes c'est pas très important ». En fait, d'abord ça c'est complètement faux, c'est n'importe quoi, une théorie complètement farfelue et chez Acme on est vraiment très très dépendants des personnes. Pourquoi est-ce que ça marche tellement bien à Acme aujourd'hui ? parce que la ligne hiérarchique avec* […] *Pierre*

[423] Manager de la section des dérivés de crédit que j'ai cité en introduction à cette deuxième partie.

Dupont fonctionne parfaitement bien, et très rapidement, sans déperdition, sans problématique complexe à chaque étage. […] *Un « OK » de Pierre Dupont suffit largement à tout déclencher dans la maison, les autorisations pour recruter, de mettre en place des moyens, d'acheter des logiciels, tout ça, ça suit sans aucun problème.* [Il y a d'autres départements] *qui n'ont pas cet accès, qui n'ont pas forcément cet accès et, euh… pour qui, je pense, l'existence est beaucoup plus compliquée. En fait je pense, c'est beaucoup plus une question de confiance qu'une question d'accès. Et ça c'est quelque chose de très intéressant dans la culture d'entreprise, quelque chose que j'ai vu un petit peu partout : en fait un patron, il aime bien qu'on lui remonte des problèmes, mais en fait il n'aime pas qu'on lui remonte juste des problèmes, il aime bien qu'on lui remonte des problèmes et au moins des idées de solution.* […] *Et c'est ce qu'on fait systématiquement. Moi je ne vais jamais voir Pierre Dupont* […] *en lui disant : « ah, ça va pas, je sais pas quoi faire, il y a un truc qui marche pas », jamais ! je vais le voir en disant : « voilà, ça, ça marche pas, voilà ce que je pense qu'il faut faire, voilà le temps qu'on va y passer, voilà comment on va s'organiser », ça c'est déjà beaucoup mieux, OK ? Et je pense que… il y a pas mal d'endroits dans la maison qui ne fonctionnent pas comme ça, pas mal d'équipes dans la maison qui n'adoptent pas ce mode de fonctionnement, pour une raison ou pour une autre, qui tient souvent à la personnalité du manager, et du coup, les relations sont plus distantes, sont moins de confiance, et il y a une tendance à… comment dire, les gens s'éloignent un petit peu des préoccupations des uns et des autres, et il y a une tendance dans un certain nombre d'équipes à se dire que ben puisqu'on ne peut pas faire avancer les choses, et ben on est totalement victimes d'un système (rires légers), d'une organisation, dans laquelle on ne vous écoute pas, dans laquelle on tient pas compte de vous, de vos besoins (rires légers), etc. Et c'est le cas d'un certain nombre d'équipes de la maison qui n'ont pas du tout le même fonctionnement que nous et qui n'ont pas non plus les mêmes résultats. Quand on regarde un petit peu comment fonctionne Acme, il y a ces deux catégories de… d'équipes. Il y a des équipes qui fonctionnent super bien, le* private equity*, le mobilier, la gestion quantitative, et puis des gens qui ont beaucoup beaucoup de mal, qui sont toujours empêtrés dans les mêmes, dans les mêmes problèmes, alors qu'il y pas mal de compétences aussi dans ces équipes, qui ont du mal à faire leur sujet, alors bon, ça fonctionnerait peut-être autrement avec d'autres managers, je ne sais pas, je ne sais pas, mais bon, c'est un petit peu le problème qui se pose ».*

Parmi les équipes qui « marchent bien », Nicole ne cite pas les deux plus grands départements d'Acme, qui étaient sous la direction de Fernand, et dont elle allait pouvoir

changer une partie de l'organisation quand elle l'aurait remplacé, notamment en y plaçant d'« autres managers », dont la personnalité acquiert un rôle clé. Par ailleurs, le Département Structuré avait généré des revenus en forte hausse dans un laps de temps court, ce qui devait se traduire pour les employés par une augmentation des bonus, à salaire fixe. Mais l'explosion des bonus n'était pas bien vue dans les autres départements, notamment dans les plus importants en termes d'encours, dont la croissance était plus faible. Nicole m'expliquait qu'elle avait du mal à obtenir les montants nécessaires pour distribuer des rémunérations qu'elle trouvait « justes » pour ses employés, une situation qui allait changer avec sa prise de pouvoir, comme de nombreux employés me l'ont fait remarquer avec enthousiasme quand celle-ci a eu lieu.

La description que fait Nicole des raisons du succès de son département résonne fortement avec des théories du management, qu'elle ne cite que par négation des théories précédentes, et qui ont été décrites par de nombreux chercheurs. Ces théories insistent sur l'importance des personnes dans les organisations, le besoin d'éliminer des niveaux hiérarchiques et de responsabiliser les cadres en organisant leur travail dans des projets qui dépendraient d'eux du début jusqu'à la fin, avec des horizons temporels qui resteraient à leur échelle. Cette approche du management permettrait de libérer la créativité des personnes, au profit de l'entreprise et des employés, qui pourraient s'épanouir davantage au travail. Les propos de Nicole se retrouvent de manière presque littérale dans le fuseau de notions des manuels de management des années 1989-1994 analysés par Luc Boltanski et Eve Chiapello, qui ne sont aucunement spécifiques à l'industrie financière : importance des « personnalités », de leurs « compétences », de la « vision » et du rapport responsabilisé et direct avec le client, adhésion à des « projets » qui se succèdent, « rejet de la hiérarchie », « créativité », « intuition » et « confiance » faite à des « manageurs » qui recrutent des « experts » et « s'autocontrôlent »[424].

Ces notions se retrouvaient dans les discours des employés du département, que j'ai pu observer en entretien, et dans l'organisation quotidienne de l'équipe ABS, comme je le décrirai en détail plus bas. Nicole et d'autres remarquaient que ce genre d'organisation posait

[424] Cf. Boltanski, L., Chiapello, E., *Le nouvel esprit du capitalisme*, Gallimard, Paris, 1999, notamment pp. 93-153. Dans la sociologie du travail, certains ont proposé de nommer cet idéal type les « salariés de confiance », cf. Bouffartigue, P., Gadea, C., 2000, *Sociologie des Cadres*, Editions La Découverte & Siros, Paris, p. 35. L'application de certains de ces principes ne va pas sans remous, malgré l'optimisme des auteurs des manuels. Ce que Bouffartigue et Gadea analysent pour les cadres en général (cf. *Ibid.*, pp. 71-84), Smith et Grafmeyer l'ont analysé dans les milieux bancaires fortement bureaucratiques aux Etats-Unis et en France à la fin des années 80. Cf. Smith, V., 1990, *Managing in the corporate interest. Control and resistance in an American bank*, University of California Press, Los Angeles, 245 p. et Grafmeyer, Y., 1992, *Les gens de la banque*, Presses Universitaires de France, Paris, notamment pp. 119-142

aussi des problèmes, constitutifs des enjeux quotidiens du travail. Ainsi, Nicole remarquait qu'elle devait veiller dans les recrutements, en lien avec la direction des ressources humaines, à ne pas embaucher des *« égos surdimensionnés »* qui, notamment du fait qu'il n'y avait pas de cloisons dans tout l'étage, pouvaient *« plomber l'ambiance de travail de tout le monde »*. Par ailleurs, certains remarquaient que le manque de hiérarchie et l'incitation à des résultats indépendants par équipe pouvait pousser ceux *« qui n'avaient pas de vie en dehors de leur travail »* à passer trop de temps au bureau, devenir des *« workoholics »* avec, à terme, des performances négatives y compris pour l'entreprise.

L'insistance sur la liberté des employés s'accompagnait, dans les règles d'organisation, d'une problématisation des rémunérations. Les compétences mathématiques souvent très poussées des personnes recrutées, généralement des ingénieurs issus de grandes écoles, et leur grande indépendance par rapport à la hiérarchie, pouvaient inciter les équipes à se battre pour embaucher la même personne. Nicole remarquait qu'elle trouvait normal d'avoir une rémunération moins élevée que les personnes plus dynamiques dans ses équipes, notamment les manageurs des sections et les chefs des équipes, du fait qu'ils *« valent plus sur le marché »*. Acme avait une règle explicite concernant le passage d'un employé d'une équipe à une autre au sein de l'entreprise, qui interdisait que son salaire soit augmenté la première année. Selon un des employés du département, *« autrement ça aurait été un bordel »*, les équipes se débauchant entre elles les professionnels convoités.

La présentation de Nicole, dans laquelle les enjeux organisationnels sont considérés comme la source d'un succès qui distingue son département des autres, semble, rétrospectivement, une justification de sa prise de pouvoir. Comme la plupart des employés avec peu de responsabilités, je n'ai appris la préparation de cet événement que lors de sa réalisation. Mais en dehors de la présentation de soi flatteuse de Nicole, les règles organisationnelles qu'elle mettait en avant au moment de l'entretien avec moi, en développant leurs dangers, leurs interdits et leurs potentiels positifs, se retrouvaient dans les discours de tous les membres du département que j'ai rencontrés, de même que dans l'organisation concrète des pratiques de gestion de l'équipe ABS. Comme nous le verrons dans le cas de cette dernière, ces règles d'organisation étaient constitutives de la manière dont l'investissement lui-même était développé, en termes de la définition des droits et des devoirs dans la distribution des flux monétaires, et de leur temporalité.

3) L'équipe ABS : une équipe de spécialistes autonome dans la gestion de fonds pour tiers

Les pratiques d'investissement de l'équipe ABS étaient intégrées à celles de la section des dérivés de crédits dirigée par JP. Cette section était composée de trois équipes : l'équipe ABS et deux équipes spécialisées dans la structuration et l'investissement de CDOs, les *Collateralized Debt Obligations*, des dérivés de crédit dont le principe est le même que celui des ABS, mais avec des sous-jacents qui ne sont pas des dettes bancaires mais des actifs financiers de crédit divers, comme les obligations d'entreprises, les bons d'Etat, des ABS ou encore d'autres CDOs (on parle alors de CDO « *square »*[425]*)*. L'acheteur d'un CDO achète ainsi un titre de dette, avec un prix nominal et un taux d'intérêt qui lui promet des paiements dans le temps. Ces paiements proviennent d'un sous-jacent, qui peut être très varié. Les sous-jacents d'un CDO sont investis et gérés par des gérants de fonds, spécialisés dans des classes particulières d'actifs financiers. Comme les ABS, les CDOs présentent l'intérêt pour les entreprises qui y investissent de pouvoir être revendus. Par ailleurs, le statut des CDOs fait que les gérants qui gèrent les sous-jacents n'entrent pas dans la législation sur les fonds d'investissement, mais dans celle de l'émission de titres par une entreprise privée qui cherche des investisseurs, ce qui peut avoir des intérêts fiscaux et de liberté dans le rapport de gestion pour tiers[426].

L'équipe des dérivés de crédit avait été lancée en 2001 avec JP à sa tête et trois personnes, Isabelle, spécialisée dans les ABS et la structuration, Rachel, progressivement spécialisée dans la structuration aux dépens d'Isabelle, et Théodore, progressivement spécialisé dans l'investissement en CDOs. Trois ans plus tard, lors de mes observations, l'équipe comptait une quinzaine de personnes avec des fonds sous gestion qui s'étaient multipliés. Elle était une des activités phares du Département Structuré et lorsque Nicole prit la tête de l'allocation, JP prit la tête du Département Structuré.

La plupart des titres achetés par l'équipe ABS et par l'équipe investissant en CDOs était intégrée dans des CDOs structurés par leurs collègues et vendus comme un produit de la section de produits dérivés. Les revenus de la section, définis par les commissions payées par les clients qui investissaient dans les fonds ou achetaient les CDOs, étaient distribués entre équipes selon des calculs négociés à chaque fois par les chefs d'équipe avec JP comme arbitre. A l'intérieur de chaque équipe, les chefs d'équipe distribuaient ces revenus sous forme de bonus, sans qu'il y ait une formule figée pour leur calcul. JP avait le plus haut bonus de l'équipe. Son rôle était essentiellement de trouver de nouveaux contrats d'investissement,

[425] « Au carré », du fait que l'acheteur du CDO achète un titre dont le sous-jacent est composé d'autres CDOs, avec des sous-sous-jacents divers.
[426] Ces intérêts sont ceux définis dans les tâches professionnelles comme correspondant soit aux institutions qui les emploient, soient à leurs clients.

ce pour quoi il voyageait près de deux cents jours par an dans le monde entier et communiquait avec ses subordonnés essentiellement par e-mail ou par téléphone.

L'équipe ABS s'était développée avec la section des dérivés de crédit. En 2001, elle était composée essentiellement d'Isabelle comme gérante, avec Bastien comme stagiaire à l'analyse financière. Deux ans plus tard, lors de mes observations, elle comptait quatre gérants et trois assistants (dont moi-même). Les tâches s'étaient diversifiées et spécialisées. Chaque gérant avait des fonds sous gestion qu'il investissait dans des ABS, dont il faisait l'analyse financière préalable. La plupart de la journée, les gérants étaient à leur bureau en train de lire des documents sur les titres susceptibles d'être achetés. De temps à autre, ils parlaient avec leurs partenaires commerciaux, les *brokers* qui vendaient les titres, pour leur demander des précisions ou négocier le prix du titre. Ils recevaient des informations sur les actifs par e-mail et par téléphone. A l'époque de mes observations, Isabelle ne gérait plus de fonds personnellement. Son travail était d'assister les gérants lorsqu'un titre semblait problématique et, surtout, de coordonner les rapports entre l'équipe et l'extérieur. Ces rapports concernaient les relations entre l'équipe ABS et l'équipe de structuration, qui travaillaient ensemble sur certains projets. Ils concernaient aussi les rapports avec JP et Nicole, pour négocier des bonus et des marges dans le développement des stratégies commerciales. Elle était ainsi en première ligne dans le rapport avec les clients de l'équipe, qui lui avaient alloué des fonds ou étaient susceptibles de le faire.

Le travail des gérants consistait aussi à développer des idées de nouveaux projets d'investissement qui pourraient être proposés aux clients actuels ou potentiels. Dans ce dessein, les gérants glanaient de l'information, testaient leurs partenaires commerciaux, leurs contacts dans la profession et tenaient des réunions pour affiner leur stratégie commerciale. Finalement, une fois qu'un accord informel avec un client avait été passé, les gérants participaient à la structuration du *process* d'investissement, décrit dans le contrat avec le client, que l'investissement prenne la forme d'un CDO ou d'un fonds plus classique.

Les assistants avaient des tâches différentes, réalisées plus ou moins systématiquement par les gérants auparavant. Fatima, en CDD lors de mon arrivée, effectuait des tâches essentiellement de *back office*, en enregistrant les transactions et en contrôlant leur conformité avec les partenaires commerciaux. Elle assistait aussi les gérants dans l'analyse, notamment en leur cherchant de l'information sur les titres achetés dans des sites spécialisés. Je fus embauché pour développer les tâches d'assistance dans l'analyse, en cherchant l'information nécessaire pour analyser chaque titre et en produisant différents documents d'analyse financière destinés essentiellement aux clients et à d'autres partenaires

commerciaux actuels ou potentiels de l'équipe. Pendant mon stage, un troisième assistant rejoignit l'équipe. Ancien gérant junior d'ABS, il était chargé de développer une analyse systématique des titres détenus pour les clients de l'équipe, un *« contrôle des risques »* que les gérants faisaient jusque-là de mémoire, sans logiciels ni réflexion d'ensemble.

Le développement de l'équipe ABS et de la section des dérivés de crédit s'est fait avec la mise en place de différents projets d'investissement qui ont donné lieu à des contrats passés avec des clients. Le rôle de JP a été central à chaque fois dans la recherche d'idées et la négociation des contrats. L'arrivée des nouveaux membres de l'équipe s'est faite au fur et à mesure que chaque projet permettait de dégager un budget supplémentaire permettant les embauches.Chaque projet de fonds ou de CDO prenait autour de deux ans à se réaliser, après quoi sa gestion, plus routinière, permettait au gérant de dégager du temps pour se lancer dans un nouveau projet. A tout moment, les gérants étaient donc à la fois en train de gérer des fonds déjà investis, de réfléchir à un nouveau projet ou de le mettre en œuvre.

Les membres de l'équipe ABS partageaient deux grands bureaux. Dans l'un, les gérants étaient assis deux par deux, en face à face, mais se voyaient à peine du fait que chacun avait trois à quatre écrans devant lui. A l'autre table, les assistants avions chacun un ordinateur. Les bureaux faisaient quatre mètres de long et deux mètres de large. Ils étaient situés à deux mètres des bureaux de l'équipe de structuration et constituaient le premier maillon d'une suite d'une dizaine de bureaux qui donnait sur l'espace central de la salle du Département Structuré, dans lequel travaillaient autour de soixante personnes, généralement avec plusieurs ordinateurs chacune et sans aucune cloison les séparant. De petites salles étaient disponibles pour les réunions à porte fermée.

Les membres de l'équipe ABS arrivaient au bureau entre huit et neuf heures du matin, et y restaient rarement au-delà de dix-neuf heures. La plupart du temps, ils ne quittaient leur bureau que pour des pauses « café » de quelques minutes, autour de la machine à café située à l'entrée de la salle, à côté des ascenseurs, un espace de fait plus intime que le bureau lui-même, mais dans lequel on pouvait être surpris sans préavis par d'autres collègues venus prendre un café. Les déjeuners se passaient généralement dans la cantine du bâtiment, située en sous-sol, dans laquelle on faisait la queue pour manger à de grandes tables entourés de dizaines d'employés d'Acme et de l'autre banque occupant le bâtiment. Selon les affinités et les disponibilités, les membres de l'équipe partageaient souvent les repas. Les déjeuners demandant plus d'intimité se passaient généralement dans les restaurants des alentours.

L'équipe était organisée par des affinités personnelles, des intérêts communs et des conflits ouverts, vécus généralement en silence dans l'espace restreint que les personnes

partageaient près de dix heures par jour du lundi au vendredi. Un des quatre gérants, rattaché au département du Fixed Income, était marginalisé par les autres, en partie du fait de l'opposition entre départements et de la lutte pour les commissions générées par les contrats de gestion passés avec les clients. Sa mise à l'écart, comme celle de Fatima, était aussi comprise par tous les acteurs en termes du positionnement de chacun par rapport à l'organisation officielle du travail dans le Département Structuré en termes d'autonomie, de créativité et de capacité d'initiative. Finalement, la hiérarchie dans l'équipe se définissait en partie à partir de l'expertise de chacun dans les dérivés de crédit.

Dans les chapitres suivants, je chercherai à développer ces points, afin de décrire l'ensemble des règles de l'investissement telles que j'ai pu les observer dans l'équipe ABS à Acme. Ces règles concernent les manières de définir la valeur des actifs financiers et de les intégrer dans une stratégie d'investissement, souvent établie dans un contrat passé avec le client qui fournit les fonds. Les règles de l'investissement sont aussi les logiques de pouvoir et les enjeux commerciaux dans les différents niveaux hiérarchiques d'Acme, qui sont en lien avec des évolutions globales de la finance. Elles sont constituées aussi par les parcours personnels des personnes impliquées et, dans le cas observé, la manière dont ces parcours s'agencent dans l'équipe ABS et évoluent avec le temps. Je commencerai par analyser les caractéristiques des ABS et des CDO, ce qui me permettra de décrire les manières dont ils sont traités par les personnes observées, et comment ces pratiques s'inscrivent par ce biais dans une distribution de ressources globale qui peut être comprise comme un rapport de pouvoir.

B) Les ABS et les CDOs comme rapport de crédit global

Parmi les règles de l'investissement, certaines concernent des propriétés de l'objet de l'échange, dans ce cas-ci, les ABS. Pour comprendre comment les personnes que j'ai observées à Acme participaient d'une distribution globale de ressources monétaires, il faut donc analyser certains détails concrets du rapport de crédit constitué à travers la titrisation de dettes bancaires.

Comme je l'ai évoqué plus haut dans ce texte, les ABS sont le produit d'une pratique bancaire nommée *« titrisation »*, consistant à transformer les dettes d'institutions de crédit en titres échangeables par des instances tierces. Le processus de titrisation et sa gestion dans le temps impliquent de nombreuses institutions avec des tâches différentes, toujours organisées en partie par la recherche d'un revenu monétaire. Les ABS sont émis par des banques dont l'activité officielle contribue à les définir, en les distinguant et en les regroupant selon des caractéristiques de leurs dettes sous-jacentes, qui peuvent concerner des activités financées très différentes. Marqués par le travail des employés des institutions de crédit, les ABS sont aussi institutionnalisés par d'autres biais. Leur définition et leur évaluation est le fait d'un nombre restreint d'agences de notation, constituées en oligopole, qui effectuent un travail semblable à celui des analystes financiers décrit plus haut, et qui participent, comme les entreprises de *brokerage* pour les émissions d'actions, à la structuration des ABS par les institutions de crédit. Le travail de définition et d'évaluation des agences est par ailleurs lié aux savoirs traditionnels d'évaluation des dettes par les banques, qui est par exemple reproduit dans des manuels produits par et pour des professionnels. Finalement l'institutionnalisation forte des ABS provient du fait que dans les pays où ils sont le plus produits, notamment aux Etats-Unis, ils sont protégés par une jurisprudence qui standardise fortement leur définition juridique et stabilise les droits et les devoirs qu'ils distribuent (1).

Standardisés et institutionnalisés par l'industrie bancaire, les agences de notation et l'Etat, les ABS sont définis à partir des principes d'évaluation que j'ai décrits dans la première partie de ce texte. Leur valeur fondamentale compare un taux d'intérêt considéré comme « sans risque » à une activité qui génère des flux monétaires. A partir de cette définition, les ABS sont distribués en catégories qui permettent la comparaison de chaque titre par rapport aux autres membres de sa classe, et celle de l'ensemble des ABS aux autres actifs financiers. Les variations dans le temps du revenu proposé par les ABS peuvent alors faire

l'objet d'évaluations spéculatives. Ces trois formes d'évaluation se constituent les unes par rapport aux autres, à partir de l'instance d'évaluation constituée par la figure d'un investisseur libre qui cherche à obtenir un revenu monétaire étalé dans le temps (2).

L'ontologie des ABS, la clôture de l'évaluable et sa distribution sur une échelle de valeurs en fonction des trois principes du fondamental, du relatif et du spéculatif, les inscrit, comme je l'ai analysé pour les actions, dans la philosophie politique et morale du libéralisme. Comme je l'ai brièvement évoqué pour les actions, l'approche des actifs financiers est, de manière générale, abordée dans la finance contemporaine comme un rapport de crédit. Dans le cas des ABS, ceci est évidemment plus directement le cas. Alors que l'évaluation consiste à définir une ontologie hiérarchisable selon la valeur financière, l'investissement consiste à appliquer les différentes définitions de la valeur pour participer à l'échange, et, à travers l'achat et la vente, distribuer des ressources. Les gérants de fonds pour tiers sont censés produire des revenus pour leurs clients, ce qui est appelé de manière générale *« créer de la valeur »*. Cette expression inscrit les actes d'acheter et de vendre, comme décision d'un sujet de l'échange qui peut, par sa libre participation à la relation marchande, créer une « valeur » définie par le « travail », selon les philosophies qui organisent les logiques d'évaluation décrites plus haut. L'analyse de la définition théorique des ABS et de leur rôle dans l'investissement permet de clarifier les imaginaires qui les font circuler et qui organisent les rapports de crédit très institutionnalisés dont ils font partie. Comme je l'ai fait pour l'évaluation, plutôt que d'approcher ces rapports de crédit à partir de l'imaginaire libéral qu'ils contiennent, qui les organise et qui contribue à les légitimer, je chercherai à resituer cet imaginaire comme un élément du dispositif de crédit lui-même. A partir de l'analyse du rapport de crédit comme rapport politique, que je dériverai de l'analyse du don de Marcel Mauss, on peut approcher l'investissement dans les ABS comme une distribution des ressources, de manière semblable à celle dont Foucault analysait la microphysique du pouvoir comme une manière de distribuer des capacités d'agir (3).

1) La titrisation : une distribution de flux monétaires instituée avec de multiples acteurs

La titrisation implique la participation de différentes institutions financières aux activités diverses, comme l'origination du titre par les banques, sa structuration par des *brokers*, sa gestion par des entreprises spécialisées, son évaluation par des agences de notation, sa commercialisation et son achat. Les rapports entre ces entreprises organisent des

flux monétaires distribués entre les entreprises, leurs employés, et les personnes qui souscrivent à des prêts « sous-jacents » ou dont les ressources monétaires sont mobilisées pour les acheter. Cette distribution de ressources monétaires se fait dans des cadres institués par les entreprises qui les organisent ainsi que par l'Etat et des entreprises qui standardisent les définitions des ABS et du crédit, notamment aux Etats-Unis.

Acteurs et flux monétaires de la titrisation

La titrisation est une série d'opérations effectuées par des employés de plusieurs institutions financières différentes. Son point de départ réside dans les banques ou les institutions de crédit, qui transforment les dettes qu'elles détiennent en un actif financier, qui peut être acheté et vendu par des institutions sans lien avec l'activité de crédit, dite le « sous-jacent ». Une banque de taille considérable peut accorder en même temps des dizaines de milliers de crédits à des acteurs différents, comme les entreprises et les particuliers. Ces prêts ont des tailles, des temporalités et des termes de remboursement différents, qui peuvent être distingués en différents groupes. La titrisation consiste à regrouper, par exemple, dix mille crédits immobiliers à des particuliers, avec des échéances similaires, en un seul titre de dette. L'acheteur de ce titre perçoit des intérêts pendant un certain temps, qui correspondent aux paiements des personnes ayant contracté les dettes auprès de l'institution de crédit initiale. Cette dernière ne perçoit plus les intérêts des dettes qu'elle a émises, mais un montant fixe au moment de la vente de l'ABS.

Dans cette description minimale, on distingue trois types d'acteurs : ceux qui contractent des dettes avec une institution de crédit, l'institution elle-même, et les acheteurs de l'ABS. Par la titrisation, l'institution disparaît d'une relation qui devient celle des débiteurs avec l'acheteur du dérivé de crédit. Pour les débiteurs pris individuellement, ceci ne change rien. Avant la titrisation, la banque retire un profit de l'accord de prêts en percevant un intérêt qui fait que la somme rendue dépasse la somme prêtée. Après la titrisation, les banques perçoivent une somme supérieure à celle qu'elles ont prêtée, qui lui est payée par l'acheteur de l'ABS en une seule fois et qui est inférieure à celle qui est remboursée par les débiteurs. Du point de vue des flux monétaires, la banque et l'investisseur en ABS se partagent les intérêts payés par ceux qui ont contracté les dettes, mais la banque les perçoit en une fois au moment de la vente du titre, alors que l'investisseur les perçoit dans le temps.

En fait, généralement, ce processus implique de nombreux autres acteurs, du fait de la structure légale de la titrisation et des activités spécifiques qu'elle suppose. Comme je l'ai évoqué plus haut, l'intérêt majeur pour les banques dans la titrisation est qu'elle leur permet

d'effacer de leur bilan les crédits qu'elles ont accordés. Au lieu de dix mille dettes qui seront remboursées dans le temps, et pour lesquelles la banque doit détenir autour de 8% en réserves liquides, la banque se retrouve avec un capital, payé par l'acheteur de l'ABS, et aucune obligation de réserves. Ceci lui permet d'émettre de nouvelles dettes, et donc d'augmenter ses profits sans avoir à augmenter le capital immobilisé par la régulation.

Mais les dettes que la banque a payées existent toujours, et doivent être gérées comme elles le seraient si la banque ne les avait pas vendues : en contrôlant que les paiements se font en due forme et en initiant des procédures en cas de non-paiement, qui passent souvent par le système judiciaire et demandent des expertises et des budgets spécifiques. Du point de vue juridique, les dettes sont vendues à une entité dont le statut légal indépendant séparé de la banque la définit comme *« bankruptcy remote »*[427], ce qui veut dire que sa rentabilité et son équilibre budgétaire ne sont pas liés à ceux de la banque émettrice, mais uniquement aux prêts qu'elle détient. Conçue pour chaque ABS, cette entité est appelée un *« SPV »*, de son nom légal très à-propos : *Special Purpose Vehicle*[428]. Cet « instrument », souvent considéré comme une « coquille vide », a pour seul but de distinguer légalement la propriété des dettes, afin de libérer les réserves bancaires. Le SPV est l'émetteur légal de l'ABS : il paye la banque avec les revenus de la vente du titre et les investisseurs en ABS avec les remboursements des dettes. La gestion des dettes est le fait d'autres institutions, souvent séparées des banques émettrices. Les banques sont appelées les *originators*[429], les institutions gérant les dettes au jour le jour, les *servicers*[430]. Du point de vue légal, ces dernières passent un contrat avec le SPV. Concrètement, ceci est fait par des maisons d'avocats travaillant avec la banque.

Finalement, deux autres types d'acteurs extérieurs à la banque « originatrice » participent au processus de titrisation. Les « structureurs » apportent le savoir-faire statistique et légal pour définir les flux payés par les ABS, les prix et les droits et devoirs des participants à l'échange. Il s'agit généralement d'employés de grandes entreprises de *brokerage*, qui travaillent en contact étroit avec les employés des institutions de crédit, et qui organisent généralement aussi la vente du titre auprès des investisseurs institutionnels comme l'équipe d'Acme que j'ai observée. Les *brokers* structurent de fait l'ABS en fonction de la clientèle potentielle qu'ils pensent lui trouver. Le travail de structuration se fait généralement aussi en collaboration avec les agences de notation. Dans la grande majorité des ABS, au moins une, souvent deux et parfois les trois plus grandes agences de notation, Fitch, Standard and

[427] « Eloignée de la faillite ».
[428] Véhicule avec un objectif particulier. Le nom SPV était utilisé en français par les acteurs que j'ai pu observer.
[429] « Originatrices ».
[430] « Gérants du service ».

Poors'et Moody's font partie du processus de titrisation. Leur rôle officiel est d'émettre un rapport, proche de celui des analystes financiers, sur la qualité de l'ABS. Ce rapport, d'une dizaine de pages, s'accompagne de l'émission de notes de qualité, qui jouent un rôle très important dans la manière dont les ABS sont considérés par les investisseurs institutionnels. La notation des agences est cruciale pour la réussite de l'opération de titrisation, et les structureurs travaillent avec les employés des agences, parfois dans des relations conflictuelles, pour s'assurer que leur produit répondra à leurs critères.

Toutes ces entreprises privées retirent des revenus dont la source est le remboursement des dettes par les débiteurs de l'institution de crédit « originatrice ». Je n'ai pas pu avoir accès aux montants de ces flux, distribués très différemment entre entreprises et entre employés. Les structureurs et les employés des agences sont souvent constitués en petites équipes de juristes et de statisticiens. Alors que les salaires annuels des structureurs pouvaient atteindre, à l'époque de mes recherches, le million de dollars US, les salaires des employés des agences étaient plus faibles. Les employés des *servicers* étaient payés comme des employés de banque administratifs.

Pour avoir une idée du montage, on peut reprendre comme exemple le titre que j'ai évoqué au début de ce texte, l'ABS « Ameriquest 2004-R2 »[431]. Il s'agit, pour l'année 2004, de la deuxième émission par la banque Ameriquest d'un ABS basé sur des crédits immobiliers à des particuliers (le R correspond à *« residential »*). Le *servicer* est une filiale de la banque, qui était une des plus grandes émettrices de dérivés de crédit à l'époque. Le contrat qui définissait le titre, et que recevaient les gérants de l'équipe ABS d'Acme pour pouvoir analyser sa qualité, est un document de 55 pages, dans lesquelles étaient décrits les droits et les devoirs des parties prenantes et les caractéristiques du sous-jacent. On y apprend que l'ABS, dont le montant global pour les investisseurs est de 390 millions de dollars US, est basé sur des prêts dont le montant total est de 800 millions. Les intérêts payés par les débiteurs ont un taux moyen de 7,53% alors que les investisseurs à l'époque percevaient autour de 4%[432]. Les structureurs perçoivent généralement un pourcentage du montant total émis, c'est-à-dire ici plusieurs millions de dollars. Comme on le voit dans le décalage entre les montants payés par les investisseurs et ceux qui sont payés par les débiteurs, les marges peuvent être grandes et la banque, *via* le SPV, retient de fait une partie des revenus des prêts.

[431] Pour simplifier l'exposition, j'utiliserai comme exemple ce cas, qui est très proche des autres MBS. Certaines différences avec d'autres ABS seront précisées plus bas.
[432] Cf. Annexe III, pp. 1 et 22.

A l'époque de mes observations, les ABS étaient majoritairement basés sur des crédits immobiliers, appelés *Mortgage Backed Securities*, MBS, en français et en anglais. Mais ceci n'était pas toujours le cas. Les ABS étaient regroupés selon les types de prêts qui constituaient le sous-jacent, qui pouvaient être des crédits pour des détenteurs de cartes de crédit, pour des étudiants, souvent garantis par des agences étatiques et pour des petites et moyennes entreprises, entre autres. Selon les comptes du FMI, le montant total d'ABS émis à la fin de l'année 2006 approchait les 2000 milliards de dollars US, après une forte progression à partir de la fin des années 90[433].

Une activité stabilisée par des institutions

Dans les dix dernières années, les ABS ont acquis une importance massive dans l'industrie du crédit américain. Actifs obscurs auparavant, en dehors d'une niche, et encore « exotiques » à l'époque de mes observations, en 2004, la crise financière qui a débuté pendant l'été 2007 les fit connaître à un bien plus large public. Leur progression s'est faite sans qu'il y ait, comme pour les actions et les obligations, un « marché » régulé, institué comme lieu unique de l'échange. Mais le fait qu'ils aient été échangés de gré à gré[434] n'en fait pas moins des produits fortement stabilisés par diverses institutions.

Comme je l'ai analysé pour les actions, et comme c'est le cas pour un très grand nombre d'actifs financiers (mais pas tous, comme on verra en troisième partie), les ABS sont constitués par une forte standardisation de leur statut juridique, notamment aux Etats-Unis. Pendant mes observations à Acme, les gérants ont acheté des dizaines d'ABS émis aux Etats-Unis, dont les contrats étaient souvent des copies presque littérales les uns des autres, selon les classes d'actifs et en dehors des données spécifiques des sous-jacents et des montants. Cette standardisation était moins forte pour les ABS émis en France, où les premières lois régulant la titrisation datent de la fin des années 80, et où les premières titrisations importantes ont eu lieu dans les années 90. Avant son arrivée à Acme en 2002, Gwenaëlle, l'une des deux gérantes principales avec la chef d'équipe, avait travaillé six ans dans une agence de notation, dans laquelle elle avait assez vite dirigé la notation de certains ABS, et deux ans dans une banque, comme structureuse. Elle m'expliquait en entretien qu'une partie

[433] Comme je l'ai dit plus haut, cette somme doit être comparée aux chiffres du même rapport sur la capitalisation globale des marchés d'actions à la fin de l'année 2005, qui était de 42 000 milliards de dollars US, sur celle des marchés d'obligations d'entreprises, de 23 400 milliards et sur celle des bons d'Etat, de 36 300 milliards. Cf. International Monetary Fund, 2007, *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, *op. cit.*, April, p. 157.

[434] Ce qu'on appelle « OTC », pour *« over the counter »* (*« sur le comptoir »*, par opposition à un marché où chaque transaction se ferait devant tout les participants et les incluerait tous).

importante du travail des agences de notation et des structureurs était juridique, ce pour quoi elle n'avait pas été formée en école de commerce, et qu'elle avait dû apprendre sur le tas. Alors que le travail juridique était facilité pour la notation des ABS provenant des Etats-Unis, Gwenaëlle était spécialisée dans les ABS européens. Elle remarquait que la loi française, tout en ayant le mérite d'exister, était encore en phase de mise à l'épreuve, sans jurisprudence dans le cas de litiges. En Italie, par contre, aucune loi ne régulait la titrisation, et sa définition légale se faisait au cas par cas, en prenant différents aspects des lois régulant les contrats entre entreprises, les services, les délégations ou les cessions de biens. Dans tous les cas, le travail juridique intense qui accompagne la construction d'un ABS le stabilise fortement, en spécifiant avec beaucoup de détails les droits et les devoirs de chaque partie prenante.

La stabilisation juridique de l'objet échangé provient aussi du fait que sa circulation se fait strictement à travers des employés d'institutions financières. Chacune selon ses spécificités, elles sont toutes agréées par des Etats pour effectuer leurs activités, qui sont définies dans leurs statuts. Pour les originateurs, ceci est d'autant plus vrai que l'activité bancaire et de crédit existe depuis des siècles et a été précisée et institutionnalisée par de nombreuses législations et jurisprudences. Le statut des *brokers*, des agences de notation et des investisseurs dans les ABS peuvent être plus labiles. Mais toutes ces professions restent contrôlées par des régulations comme celles que j'ai évoquées dans la première partie de ce texte, concernant les intermédiaires financiers, les gérants de fonds et les différents métiers bancaires. Dans tous les cas, les personnes concrètes prenant part à l'échange le font en tant qu'employés. Par ailleurs, en 2004, la taille relativement petite du « marché » par rapport aux autres actifs financiers fait qu'il y avait un nombre restreint d'acteurs importants, connus de tous les autres. A Paris, cette situation était exacerbée et les gérants remarquaient qu'ils connaissaient personnellement presque toutes les personnes qui travaillaient avec les ABS, ce qui permettait un contrôle fort en termes de réputation et de respect des normes professionnelles, en l'absence, comme aux Etats-Unis, d'une régulation à travers des examens personnels d'habilitation.

A ce travail juridique s'ajoute un autre ensemble de pratiques très standardisées, celles du crédit bancaire, issu d'une tradition de plusieurs siècles. La capacité de définir des taux d'intérêt, de définir un horizon d'investissement *via* le crédit, et d'établir les rapports avec des débiteurs est très développée chez les employés de banque dont c'est le métier. Ce métier est en partie constitué dans des cours universitaires et des manuels de diverses sortes. De nombreux acteurs concernés par la titrisation ont fait leurs premiers pas dans la finance dans les milieux bancaires, où ils se sont spécialisés dans l'accord de crédits et le calcul des

risques et des bénéfices de l'activité bancaire. En ce qui concerne les ABS, le savoir-faire les concernant est transmis parmi les professionnels, et défini dans les différents manuels et clarifications méthodologiques publiés par les *brokers* et les agences de notation. Lorsque l'équipe ABS m'a embauché, je connaissais de nom les ABS et leur principe, mais je n'avais comme expérience que mes stages à Brokers Inc. et à Hedge Consulting. Pour me former, les premières semaines, les gérants m'ont donné des manuels publiés par Morgan Stanley, un des *brokers* les plus importants de l'industrie, ainsi que les méthodologies de Moody's. Le reste de ma formation s'est faite sur le tas.

Le rôle des agences de notation est crucial dans l'institutionnalisation de la titrisation pour plusieurs raisons. Les agences ont une légitimité particulière, du fait qu'elles se sont construit une réputation d'indépendance et de rigueur dans l'analyse d'obligations émises par des entreprises, des collectivités locales et des Etats dans le monde entier. Leur capacité à considérer négativement les dettes d'acteurs importants, comme certains Etats ou de grandes multinationales, semble la meilleure preuve que, malgré le fait qu'elles sont en partie payées par les émetteurs de dette, leur analyse des émissions demeure indépendante et incorruptible. Par ailleurs, la spécialisation dans l'analyse de titres de crédit ajoute à l'indépendance la légitimité de l'expertise, due au savoir-faire des employés. Finalement, ce savoir-faire est d'autant plus légitime que les agences accompagnent la structuration de chaque titre, et connaissent donc mieux que la plupart des autres acteurs le détail de ses caractéristiques. Sur ce dernier point, elles sont proches des grands *brokers* qui évaluent les actions cotées, mais sans les suspicions de *« biais »* qui pèsent sur ces derniers. De nombreux ABS sont structurés avec plus d'une agence de notation. Les avis des trois agences sur les actifs qu'elles analysent diffèrent rarement, ce qui fait que les analyses des unes légitiment celles des autres et renforce l'idée du bien fondé du jugement de toutes. Comme nous le verrons dans la section suivante, en analysant les méthodes d'évaluation, la participation des agences de notation se situe à la limite entre effectuer une évaluation des qualités intrinsèques de l'actif et être une de ces qualités intrinsèques qui peuvent être évaluées par des tiers. La stabilisation de chaque ABS, et de la classe d'actifs par les agences de notation est, comme on le verra, très importante au niveau du calcul et de l'évaluation. Mais elle est aussi, comme on le voit, institutionnelle, en ce que le passage par le filtre de l'oligopole des agences de notation consacre un ABS comme tel pour le reste des acteurs.

Aux Etats-Unis, ce phénomène se retrouve au niveau des crédits accordés à des particuliers, qui sont évalués par une agence de notation qui détient un monopole de fait : Fair Isaac & Co., connue sous le nom de FICO. L'agence attribue à chaque personne,

individuellement, un *« FICO score »*, une notation FICO, située généralement entre 500 et 800, qui est censée être la synthèse chiffrée des différents éléments à prendre en compte pour lui accorder un crédit. Plus la notation est élevée, plus la personne est susceptible de rembourser ses dettes, et donc plus elle est attrayante pour les institutions de crédit. Dans une situation très différente de celle de la France, aux Etats-Unis, les institutions de crédit ont accès aux notations FICO des particuliers et peuvent établir le premier contact avec eux en leur envoyant par courrier une carte de crédit avec parfois des milliers de dollars de crédit disponible. La méthodologie de notation de FICO, dont les détails sont strictement secrets, pose des questions particulières que je traiterais en analysant son rôle dans l'évaluation des ABS. Il suffit ici de dire que dans les contrats des ABS, les notations FICO des personnes dont les dettes constituent le sous-jacent sont traitées de manière statistique, en les distinguant par tranches, une donnée qui était regardée avec beaucoup d'attention, par exemple, par les gérants avec qui je travaillais à Acme. Comme les agences de notation des titres de crédit, aux Etats-Unis, la notation FICO a un rôle de légitimation institutionnelle, en ce qu'elle contribue à définir ce qu'est un crédit aux particuliers.

Les ABS sont des actifs financiers qui définissent des distributions de flux monétaires parmi de nombreux acteurs, dans un cadre stabilisé par différentes institutions. Cette stabilité concerne les identités des participants et de l'objet échangé et les droits et les devoirs de chacun. Ces éléments constituent les ABS comme un actif financier. Pour comprendre comment ils sont intégrés dans une approche de l'investissement, il faut entrer dans les détails des éléments qui définissent sa valeur selon les mêmes principes que j'ai analysés pour les actions.

2) Ontologie et évaluation des ABS

L'ontologie et l'évaluation des ABS se fait selon les mêmes principes que j'ai décrits pour les actions. La valeur financière de l'objet est définie à partir d'un investisseur théorique, qui cherche à obtenir un revenu monétaire supérieur au taux considéré « sans risque ». L'évaluation des ABS se fait selon une valeur fondamentale, une valeur relative et une valeur spéculative, chacune étant nécessaire pour la définition des autres. Ces différents éléments seront mobilisés de différentes manières par les acteurs observés, au cours de la transformation de leur approche de l'investissement.

Ontologie et clôture de l'évaluable

La définition de l'ABS comme objet d'investissement financier est établie en liant une activité monétaire considérée « sous-jacente » à un taux d'intérêt « sans risque » du point de vue d'un investisseur théoriquement libre. Pour les ABS achetés par l'équipe que j'ai observée, le taux était le Libor 3 mois en euros, c'est-à-dire le taux auquel certaines des plus grandes banques internationales basées à Londres sont disposées à se prêter des euros avec un remboursement trois mois plus tard[435]. La valeur fondamentale de l'ABS, qui définit son prix à un moment donné, est un écart entre le taux de référence et le taux de revenu fourni par le titre, appelé en français par son mot anglais : le *« spread »*. Un ABS est en partie défini par ce *spread*, comme je l'ai décrit au début de ce texte : les gérants achetaient 10 millions d'euros d'ABS pour percevoir des intérêts trimestriels au taux Libor 3 mois en euros plus 20 points de base. Ce qui définit la valeur pour l'« investisseur » est cet écart entre l'ABS et le taux de base, considéré « sans risque ». La valeur fondamentale de l'ABS est définie, du point de vue de cet investisseur théoriquement libre qui peut toujours se reporter au taux « sans risque », en comparant ce dernier à l'activité « sous-jacente » titrisée.

Cette activité sous-jacente est double. Elle concerne d'une part les activités financées par l'institution de crédit qui titrise ses dettes. Dans le cas des crédits immobiliers, le sous-jacent est constitué des milliers de crédits dont le remboursement constitue le flux de revenus pour l'investisseur. Ces crédits sont considérés statistiquement à partir de critères qui sont censés leur être spécifiques. Dans son contrat, l'Ameriquest 2004-R2 est défini, entre autres, par la diversification géographique des prêts accordés aux Etats-Unis, les types de propriétés achetées, les montants prêtés par particulier, les maturités des prêts, les types et les montants de taux d'intérêt des prêts, le rapport entre le prix du bien acheté et du prêt, les notations FICO, le rapport du remboursement de la dette au revenu du débiteur, le type de documentation (et donc de contrôle possible) présenté par les débiteurs ou encore le but explicite du prêt (achat, consolidation de dettes, etc.)[436]. Ces différents éléments sont présentés par regroupements statistiques (selon les montants, les niveaux des taux, etc.). Pour des ABS basés sur des crédits pour des cartes de crédit, ou sur le financement de l'activité de petites et moyennes entreprises, les informations concerneront d'autres éléments, par exemple les spécificités de l'activité financée, selon des logiques proches de l'analyse financière des

[435] Le taux est défini comme un taux annuel, le remboursement tous les trois mois se fait donc au quart du taux indiqué.
[436] Cf. Annexe III, pp. 22-32.

actions décrite plus haut. Dans tous les cas, ces informations sont censées permettre à un investisseur de considérer le deuxième élément qui définit le sous-jacent : l'activité bancaire.

Ce deuxième élément est lié au premier, mais s'en distingue. L'Ameriquest 2004-R2 est défini par les prêts titrisés, mais aussi par la qualité des choix des employés de la banque Ameriquest au moment d'accorder des prêts. Cette activité bancaire est organisée par la recherche d'une limitation des possibilités de défaut des débiteurs. Les données qui définissent les prêts dans le contrat de l'ABS montrent quels choix a faits Ameriquest : les prêts sont accordés selon des taux dette/revenus et dette/valeur du bien considérés comme raisonnables, à une majorité de personnes ayant des notations FICO qui laissent penser qu'ils rembourseront leurs prêts, etc. La diversification géographique s'ajoute comme un élément qui permet de faire espérer qu'une crise économique locale ou régionale n'affectera pas l'ensemble des prêts. Tous ces éléments visent donc à estimer la stabilité des prêts non pas un par un, mais comme ensemble, c'est-à-dire comme ils sont traités par l'activité bancaire. L'analyse du sous-jacent contient constamment ces deux éléments : une analyse des prêts selon leurs caractéristiques propres et une analyse de l'ensemble des prêts tel qu'il est constitué par l'activité bancaire de l'originateur.

Ces deux éléments sont organisés par un traitement statistique des prêts, qui permet de les aborder comme un prêt unique, selon le fonctionnement de l'ABS. Ce prêt, comme les prêts sous-jacents, dépend de taux d'intérêt qui, à l'époque de mes observations, étaient surtout variables, c'est-à-dire qui fluctuaient avec les taux « de base », qui fondent en pratique l'idée du taux « sans risque ». Pour donner une cohérence à leur offre commerciale, l'équipe ABS à Acme n'investissait que sur des ABS définis à partir du Libor 3 mois. Les ABS qu'ils achetaient étaient structurés par les *brokers* pour répondre à des clients comme eux. D'autres ABS pouvaient être définis par rapport à d'autres taux d'intérêt, selon les devises et les banques centrales par rapport auxquelles se positionnaient les investisseurs potentiels. Les prêts accordés à des particuliers aux Etats-Unis avaient parfois une première période de trois ans de taux de remboursement fixe, suivie d'une période de 27 ans de taux variables[437]. Ces taux fluctuaient avec les taux de base auxquels les banques pouvaient se refinancer. Le montant en dollars des remboursements pour chaque débiteur variait donc en fonction de la définition de taux de base de la Banque Fédérale des Etats-Unis, de même que les taux de refinancement des banques originatrices. Le sous-jacent était donc défini par la probabilité de remboursement de chaque prêt, par la manière dont l'ensemble des prêts était constitué par

[437] En France, par contre, la plupart des prêts immobiliers se font à taux fixe.

l'activité bancaire de l'originateur, et par le lien entre ces prêts et cette activité bancaire aux taux d'intérêt de base qui les définissaient et qui définissaient l'ABS. L'ontologie et la clôture de l'évaluable dans les ABS étaient donc essentiellement organisées par la définition du crédit de l'activité bancaire et par son harmonisation avec le taux d'intérêt considéré par l'acheteur potentiel des ABS, l'investisseur théoriquement libre qui organise conceptuellement l'évaluation financière.

La structure des ABS réplique généralement celle, standardisée, des obligations et des bons d'Etat. L'ABS est vendu par tranches[438] distinguées par la probabilité de non-paiement. Dans le cas étudié, on distingue deux groupes, les tranches *« senior »* et les tranches *« mezzanine »*. A l'intérieur de chaque groupe, de nouvelles hiérarchies sont établies selon la même logique. Ceci signifie qu'en cas de non-paiement par les débiteurs du sous-jacent, les acheteurs des tranches au plus bas de la hiérarchie des *« mezzanine »* verront leurs revenus fondre avant ceux des acheteurs des autres tranches. Si les défauts de paiement touchent un nombre croissant de prêts sous-jacents, ceci se répercute sur les tranches au-dessus. Les tranches *« senior »* sont censées avoir très peu de chances d'être affectées par un défaut de paiement du sous-jacent. Elles bénéficient du fait que l'ABS est souvent accompagné d'un contrat d'assurance avec une compagnie tierce, qui s'engage à couvrir une partie des biens achetés avec les prêts, ce qui fournirait des fonds pour ces tranches en cas de défaut[439]. Le prix de chaque tranche varie selon sa position dans cette hiérarchie. Les tranches pour lesquelles la probabilité de non-paiement est considérée plus élevée, en « bas » de la hiérarchie, proposent un revenu plus élevé. Selon la logique d'Adam Smith que j'ai décrite dans la première partie de ce texte, l'ABS est structuré pour un investisseur théoriquement libre (qui l'est dans la pratique grâce au taux « sans risque ») et dont l'investissement doit être rémunéré à la hauteur du *« risque »* qu'il encourt.

Pour évaluer un ABS, les gérants de l'équipe que j'ai observés, comme tous ceux qui voulaient définir une valeur fondamentale, comparaient le *spread* de la tranche qu'ils comptaient acheter aux probabilités de non-paiement du sous-jacent. Ces probabilités étaient organisées par des données statistiques concernant le sous-jacent. Mais les différentes données (notation FICO, distribution géographique, etc.) n'étaient pas mises en lien selon une modélisation mathématique qui aurait donné un prix théorique, contrairement au calcul actuariel pour les actions. L'analyse des évolutions futures des sous-jacents se faisait à partir des données passées. Les *brokers* et les agences de notation publiaient différents documents

[438] En anglais, on utilise le mot français *« tranche »*.
[439] C'était le cas pour le Ameriquest 2004-R2, cf. Annexe III, p. 4.

sur les évolutions des défauts de paiement selon les classes d'ABS et selon les originateurs, pour que l'employé agissant comme investisseur puisse se faire une idée, instable et sans chiffre théorique, de l'évolution future de son investissement.

Le « marché » des ABS était de petite taille à l'époque de mes observations, et le nombre d'analystes et d'entreprises y participant était relativement restreint, notamment par rapport aux actions et aux obligations. Les gérants avaient donc accès à des sources d'information plus faibles que ceux qui investissaient dans ces autres classes d'actifs. Des sources spécialisées produisaient des analyses sur le marché immobilier, sur les taux d'intérêt ou sur les autres activités sous-jacentes, parfois produites non pour les professionnels liés aux ABS, mais pour ceux concernés par les activités elles-mêmes (chambres de notaires, etc.). Les analyses macro-économiques provenaient de différentes sources, qui souvent n'étaient pas orientées strictement à l'investissement dans les dérivés de crédit. Un nombre réduit de grandes maisons de *brokerage* et de banques produisaient des documents quotidiens, hebdomadaires, mensuels, trimestriels ou annuels concernant les émissions d'ABS, l'évolution générale de leurs prix, de leurs sous-jacents et des types d'investisseurs. Ces documents n'étaient pas basés sur des données communes pour tous les acteurs, mais sur la capacité des employés qui les produisaient à glaner de l'information parmi leurs contacts dans le milieu professionnel. Les données pouvaient différer considérablement d'un rapport à un autre, sans qu'on puisse se fier à autre chose qu'à son intuition et à ses propres recherches plus ou moins fragmentaires pour se faire une idée personnelle.

La valeur fondamentale des ABS était définie par une analyse des données qui définissaient le sous-jacent, en fonction de prévisions non-consensuelles et plus ou moins personnelles sur son évolution, et du taux d'intérêt de base au moment de la transaction. Comme pour les actions, l'évaluation fondamentale était de fait constituée en rapport à l'évaluation relative et à l'évaluation spéculative.

L'évaluation relative

Pour les gérants que j'ai observés, comme pour tous les acteurs qui cherchent à évaluer des ABS, la labilité de l'évaluation fondamentale est en partie cadrée par l'inscription de chaque ABS dans différentes catégories qui le comparent à d'autres et qui définissent sa valeur en relation à un groupe. Du point de vue de l'allocation globale d'actifs pour les grandes institutions de gestion de fonds, les ABS se situent généralement dans la classe des instruments de crédit ou lui sont assimilés, du fait de la manière dont l'investissement est rémunéré (avec un taux d'intérêt et une temporalité fixés au moment de l'achat). Par ailleurs,

les ABS sont constitués par des prêts qui sont censés correspondre à des spécialisations des métiers bancaires : prêts immobiliers, cartes de crédit, prêts à des étudiants (notamment aux Etats-Unis, où cette activité est très encadrée par l'Etat), prêts à de petites et moyennes entreprises, entre autres. Ces spécialisations sont parfois elles-mêmes divisées en sous-catégories, par exemple selon l'activité des PME financées et, surtout pour les prêts immobiliers, selon les caractéristiques des débiteurs (notation FICO, revenus), le type de bien acheté (résidence secondaire, etc.) et le but du prêt (achat de résidence principale ou consolidation d'anciennes dettes à partir d'une hypothèque sur la résidence principale, entre autres). C'est ainsi que s'est constituée la catégorie des « sub-prime » RMBS (*« residential mortgage backed securities »*) dont le développement pendant la fin des années 90 et le début des années 2000 est lié à la crise financière globale commencée pendant l'été 2007. Ces ABS étaient accordés à des particuliers basés aux Etats-Unis, avec des notations FICO moyennes plus faibles que le *« Prime »*[440] (établi à 620 en bonne partie par des agences de crédit étatiques américaines dans les décennies précédentes[441]). Comme pour l'évaluation relative des actions, ces catégories permettent de distinguer des groupes censés réagir de manière semblable à différents évènements. Ils permettent par là de « diversifier » l'investissement en ABS en le distribuant parmi différentes catégories, dont les évolutions plus ou moins indépendantes permettent de réduire la probabilité d'une perte généralisée pour l'investisseur.

Ce travail de catégorisation est accompagné, pour les ABS, d'une forte standardisation de leur valeur monétaire par les agences de notation. Chaque tranche d'un ABS a une note, qui la compare à la fois aux autres tranches de l'ABS, et aux tranches avec la même note d'autres ABS. La meilleure note est le AAA, suivie du AA, du A, du BBB, etc. Les trois agences de notation utilisent les mêmes notations (appelées par des noms légèrement différents), avec des moins (-) et des plus (+) ou des chiffres (A1) entre chaque niveau (triple, double, etc.)[442]. La catégorisation des agences est extrêmement importante, dans la pratique d'évaluation, pour définir l'objet et l'intégrer dans une hiérarchie de valeurs. Ceci est probablement dû à la légitimité professionnelle des trois agences principales, qui notent la grande majorité des dettes offertes sur des marchés sous forme d'obligations et de bons d'Etat dans le monde entier. Le pouvoir des agences dans la finance contemporaine mérite une

[440] « De première qualité ».
[441] Cf. Poon, M. 2007, « Scorecards as devices for consumer credit : the case o Fair, Isaac & Company, Inc. », *The Sociological Review*, Vol. 55, Suplement 2, Oct., pp. 284-306 et Jorion, P., 2007, *Vers la crise du capitalisme américain ?*, La Découverte/MAUSS, Paris, pp. 138 et ssq.
[442] Cf. les notations d'Ameriquest 2004-R2, annexe III, p. 3.

analyse approfondie que je n'ai pas réalisée et que je ne peux qu'évoquer ici[443]. Le fait que les tranches soient notées au moins par une agence, mais souvent par deux ou par les trois, les intègre à la classe des instruments de crédit et définit leur valeur monétaire. Les *spreads* de chaque tranche étaient en effet définis, pour les acteurs que j'ai observés et pour leurs partenaires commerciaux, à partir du sous-jacent et de la notation. Les « RMBS AAA » avaient un *spread* aux alentours de 20 bp, les « RMBS BBB » un *spread* aux alentours de 80 bp, etc. Lorsque les agences considéraient qu'une tranche devait changer de notation (ce qu'elles faisaient souvent ensemble, à quelques jours près), ceci changeait la valeur de la tranche. Le *spread* d'une tranche de RMBS A- qui passait à la notation BBB+ changeait de 75 bp à 80 bp. La distribution des tranches à l'intérieur de la hiérarchie des notes organisait leur inscription dans la hiérarchie de leur valeur monétaire.

Les ABS étaient donc en partie définis par leur valeur relative à d'autres titres ou d'autres tranches. Ces classifications étaient définies à partir de la valeur fondamentale du titre, c'est-à-dire les revenus tirés du remboursement des prêts sous-jacents. Mais elles dépassaient cette définition, en établissant des échelles de valeur, pour chaque titre, qui dépendaient des valeurs des autres titres membres de la classe à laquelle il appartenait. L'évaluation des ABS était par ailleurs aussi en partie spéculative.

L'évaluation spéculative

La valeur fondamentale d'un ABS est définie par son *spread* à un moment donné. Du point de vue de la transaction dans laquelle elle est établie, le taux d'intérêt définit le montant de l'actif. Lorsque Bastien, gérant de l'équipe ABS, achète 10 millions d'euros d'Ameriquest 2004-R2 à 20 bp, il vise à obtenir un revenu fixe pendant une période de temps définie. Si, au moment de la transaction, le Libor 3 mois en euros est à 3,20%, il recevra 3,40% annuellement, c'est-à-dire 340 000 euros de revenus. Les 10 millions seront remboursés en plusieurs fois sur une période de quelques années, après laquelle l'ABS atteint sa *« fin de vie »* (pour certains instruments de crédit, le nominal, ici les 10 millions, est payé en une fois à la fin du contrat, lorsqu'il atteint sa maturité). Dans cette transaction, Bastien a acheté un produit qui paie 340 000 euros. S'il décide de le vendre, il cherchera à récupérer ses 10 millions. Mais le prix nominal du titre risque d'avoir changé, par rapport aux taux d'intérêt. Si le Libor 3 mois en euros est passé de 3,20% à 3,23%, 340 000 euros de revenus sur 10 millions ne constituent plus un *spread* de 20 bp, mais de 17 bp. Soit Bastien essaie de trouver

[443] Cf. Sinclair, 2005, *The New Masters of Capital*, *op. cit.*, notamment, pp. 22-49.

quelqu'un prêt à ne vouloir que 17 bp de *spread*, soit il doit le vendre à 20 bp, c'est-à-dire à 9 912 536,44 euros, le prix pour lequel 340 000 euros constituent 3,43% (= 3,23% + 0,20%). Si le Libor a baissé pendant la même période, le prix de l'actif augmente. Des évolutions dans les *spreads* ont un effet semblable, de même qu'un changement de note par les agences de notation.

Comme pour les actions, l'évaluation fondamentale est établie en analysant ce que l'investisseur peut obtenir en considérant son objet d'investissement de manière isolée et continue dans le temps, généralement sur le long terme, c'est-à-dire quelques années. De ce point de vue, Bastien cherche à obtenir un revenu de 20 000 euros au-dessus du Libor 3 mois en euros pendant un certain nombre d'années. Mais dans une optique spéculative d'achat et de vente sur le court terme, le gain obtenu en percevant des revenus peut être très faible comparé au gain provenant de la variation des prix. Un *trader* peut ainsi jouer sur l'évolution des taux d'intérêt et des *spreads* : s'il considère que les taux ou les *spreads* vont baisser, il achètera le titre et le revendra à un prix supérieur quand cette augmentation aura eu lieu. S'il considère qu'ils vont augmenter, il cherchera à se défaire du titre avant que cela ait lieu. Dans les deux cas, il agira sans se préoccuper de la qualité du sous-jacent en termes de la probabilité de défaut des débiteurs. La valeur de l'actif ne dépend que des activités d'offre et de demande des employés des institutions investissant dans ces actifs, qui établissent un prix auquel il est échangé à un moment donné.

Pour les ABS, il n'y a pas de marché institué, comme pour les actions, dans lequel il y aurait à tout moment un prix unique, celui qui a été réalisé dans la dernière transaction enregistrée au vu et au su de tous les participants. Les gérants d'Acme achetaient des actifs, lors de leur émission, aux *brokers* qui les avaient structurés, et recevaient les analyses des agences de notation et de quelques autres maisons de *brokerage* selon les cas.S'ils avaient voulu revendre des actifs, ce qu'ils ne faisaient pratiquement pas à l'époque de mes observations, ils auraient dû chercher des partenaires parmi les *brokers* ou les investisseurs qu'ils connaissaient. Si en France ces acteurs étaient peu nombreux, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ils dépassaient ce qu'une seule équipe pouvait connaître, notamment si son activité principale n'était pas l'investissement spéculatif mais le *buy and hold*, comme c'était le cas pour l'équipe ABS d'Acme. A tout moment, le même actif pouvait de ce fait avoir plusieurs prix, selon le partenaire qu'on trouvait et ses intérêts dans la transaction. La valeur spéculative des ABS dépendait donc en partie du réseau commercial dans lequel étaient intégrés les acteurs qui la pratiquaient.

Imbrication des trois approches de la valeur

Comme pour les actions, les différentes approches de la valeur des ABS sont interdépendantes. La définition de la valeur fondamentale des ABS est liée doublement au taux d'intérêt « sans risque ». D'une part parce que ce taux oriente les activités de crédit de l'industrie bancaire et la capacité des débiteurs à rembourser leurs dettes[444]. D'autre part, parce que les revenus de l'investisseur sont eux-mêmes définis de manière directe comme un écart, un *spread*, par rapport aux taux de base. Comme pour les actions et les autres actifs financiers comparés aux taux de base, ces derniers lient l'évaluation fondamentale à l'évaluation spéculative : les taux de base comme le Libor sont liés aux taux directeurs définis par les Etats pour leur monnaie, comme je l'ai indiqué en introduction, mais aussi à la politique des banques à leur égard. Au quotidien, le *spread* de chaque actif par rapport à ces taux est le produit de l'activité des *traders*, qui jouent de grosses sommes pour bénéficier de variations de quelques points de base.

L'évaluation relative se fonde en partie sur les catégories de l'activité bancaire, qui distingue des types de crédit, censés avoir des logiques semblables. En même temps, comme on l'a vu, chaque tranche d'ABS devient à la fois une partie du titre, et un membre de la classe de tranches ayant la même note. La définition même de la tranche est constituée par la note des agences et les structureurs, pour pouvoir accéder à des investisseurs, cherchent à l'intégrer dans ce système de notation, sans quoi, le titre qu'ils émettent n'est pas un ABS comme les autres, notamment en termes de prix. On peut penser que l'essor de la titrisation est en partie dû à sa standardisation dans un système de qualification qui était déjà fortement légitimé par son application pour les obligations et les bons d'Etat, des instruments de crédit non seulement moins « exotiques », mais aussi au fondement même de l'histoire et des logiques d'évaluation de l'organisation financière contemporaine. Ceci peut en partie être aussi vrai de la notation FICO aux Etats-Unis, qui a fortement standardisé les prêts aux particuliers, en homogénéisant les fortes disparités régionales et de revenu, dans des termes intégrables par la logique statistique bancaire[445].

Les évaluations relative et spéculative sont constitutives de la définition de la valeur fondamentale. En même temps, l'évaluation relative est définie en partie à partir des sous-

[444] Le fait que le taux des prêts immobiliers soit essentiellement variable aux Etats-Unis est une des raisons de la crise déclenchée pendant l'été 2007. De nombreux particuliers avaient souscrit à des prêts avec un taux fixe faible pendant les trois premières années et variable, lié aux taux de base, par la suite. Les défauts de paiement après cette période ont été particulièrement élevés. Avec la chute du prix de l'immobilier, les banques ne pouvaient récupérer la valeur du prêt et s'appropriant du bien acheté, et se trouvaient donc en danger de faillite, éventualité qui devint une réalité pour certaines d'entre elles.

[445] Cf. Poon, M., 2007, « Scorecards as devices for consumer credit : the case o Fair, Isaac & Company, Inc. », *art. cit.*

jacents distingués en classes par l'industrie bancaire, et peut être fortement définie par l'évaluation spéculative selon les moments. Parfois, des *traders* ou des investisseurs de très court terme comparent différents titres de crédit, dont le prix ou le taux d'intérêt sont semblables, et décident d'en délaisser un pour un autre. Ceci arrive notamment dans les moments de crise sur un type de titre de crédit, qui risque d'essaimer sur toute sa classe et favoriser des titres considérés plus « sûrs », ce qu'on appelle le *« flight to quality »*[446]. Dans ce cas, certaines catégorisations collapsent, par exemple la distinction par pays ou par industrie. Lors de la crise de l'été 2007, ce fut le cas pour les ABS. Alors que les défauts de paiement touchaient certaines tranches de certains titres, leur volume important fit que pratiquement plus aucun ABS n'était échangé, sans distinction des catégories établies par les agences de notation. Si les catégories persistent, c'est en partie parce que les employés des institutions financières qui développent des pratiques spéculatives les utilisent au quotidien pour diversifier leurs stratégies d'investissement. Lorsque ceci n'est plus le cas, l'évaluation relative peut perdre beaucoup de sa réalité. D'un autre coté, lorsque la demande est très importante pour des tranches très proches, comme c'était le cas pour les tranches les mieux notées lors de mes observations, leur différence s'estompe, et les *spreads* qu'elles offrent deviennent presque identiques.

L'évaluation spéculative est à son tour définie selon les évaluations relative et fondamentale. Elle peut certes être développée sans prendre en considération le sous-jacent du titre, et uniquement en fonction de la variation des taux d'intérêt et des approches différentes des acteurs dans un réseau dont la composition est plus ou moins obscure pour chaque participant. En même temps, en dehors des variations des taux dans le très court terme, sa stratégie dépend d'une analyse du lien entre le prix nominal et le *spread*, un lien qui, pour les acteurs utilisant l'évaluation fondamentale, est censé dépendre de la qualité du sous-jacent. Ceci peut donner lieu aux différentes logiques spéculatives décrites pour les actions, selon lesquelles chaque *trader* peut considérer l'évaluation fondamentale comme directrice pour sa propre évaluation, comme une illusion partagée, ou comme une tendance de long terme plus ou moins incontournable. Dans la plupart de cas, comme on l'a vu, l'évaluation spéculative se constitue à l'intérieur de la hiérarchie des valeurs établie selon l'évaluation relative, en termes de types d'ABS et surtout de notes des tranches. La comparabilité entre tranches est renforcée par le travail spéculatif, qui à son tour la confirme, lorsque les spéculateurs considèrent des

[446] « Fuite vers la qualité ».

tranches d'actifs différents notées pareil comme équivalentes et distinctes des tranches avec d'autres notes.

Les différentes approches de l'évaluation des ABS sont ainsi interdépendantes, comme c'était le cas pour les actions, et selon des logiques comparables. La valeur fondamentale dépend en partie de la distinction de classes et est définie par rapport à un taux d'intérêt « sans risque ». La valeur relative se fonde sur la valeur fondamentale et est renforcée ou annulée par les pratiques spéculatives. Ces dernières, partant de la valeur fondamentale, s'organisent à partir des catégories de l'évaluation relative. Comme pour les actions, ces logiques peuvent être considérées comme étant en jeu en même temps. Pendant mes observations, les gérants de l'équipe remarquaient que les taux d'intérêt commençaient à augmenter, et risquaient de continuer sur cette voie, du fait de la politique des Etats garants des monnaies dans lesquelles les titres étaient émis. Par ailleurs, l'évaluation fondamentale des tranches AAA commençait à les réévaluer comme étant proches des bons d'Etat des pays riches, notamment du fait que depuis de nombreuses années aucune n'avait ni fait défaut, ni même vu sa note baisser (ce qu'on appelle un *« downgrade »*[447]). En même temps, les *spreads* des tranches entre AAA et BBB commençaient à baisser, ce que les gérants voyaient avec intermittence dans leurs rapports quotidiens au téléphone avec les *brokers*.

L'explication qu'en donnait Gwenaëlle conjuguait l'analyse fondamentale et spéculative. D'une part, le fait que les tranches les mieux notées n'aient jamais fait défaut impliquait que leur « risque » était moindre, et donc qu'elles devaient payer moins. Mais ce phénomène était renforcé parce que, de ce fait, un nombre plus important d'acteurs était attiré vers ce marché, notamment des *hedge funds*, qui cherchaient des gains de court terme sur des produits peu risqués mais présentant des variations de prix plus intéressantes que les produits plus standardisés de même rapport « risque/revenu ». Cette hausse de la demande affectait surtout les classes intermédiaires, entre AA et BBB, qui faisaient très peu défaut et offraient des *spreads* plus importants. En 2004, la faible différence entre les *spreads* des tranches les mieux notées, parfois de 1 ou 2 bp, faisait que la différence entre tranches commençait à s'estomper. Ce qui expliquait que la demande allait vers les tranches moins bien notées, mais encore intermédiaires. Les logiques d'offre et de demande, d'évaluation fondamentale, et de distinction de classes (ou le manque de distinction) étaient toutes en jeu dans une analyse qui, comme je le décrirai plus loin, impliquait pour l'équipe de changer de stratégie d'investissement, en partie à cause de leurs engagements commerciaux. Comme on l'a vu

[447] « Déclassement », que l'on oppose au mouvement inverse, *« upgrade »*.

pour les actions et les autres actifs, dans les stratégies d'investissement de l'équipe ABS, une fois que les titres étaient intégrés de manière stable dans une classe selon la logique de l'évaluation relative, leur valeur pouvait être formulée comme une opposition entre l'approche fondamentale et l'approche spéculative.

Les principes d'évaluation des ABS sont les mêmes que ceux des actions et de nombreux autres actifs financiers. Ceci les inscrit, comme je l'ai analysé en première partie, dans le pouvoir d'évaluation de la finance contemporaine, qui définit les droits et les devoirs des instances susceptibles de participer aux rapports de crédit selon la logique des philosophies libérales concernant la définition de la valeur. Alors que les actions sont un rapport de propriété, évalué comme un rapport de crédit, les ABS sont un rapport de crédit explicite. L'achat ou la vente d'un titre est une manière de participer à des relations entre débiteurs et créditeurs, selon certaines règles pratiques, que je décrirai dans les chapitres qui suivent, et dans lesquelles le fait de fournir un revenu à des clients est considéré comme une *« création de valeur »*. L'investissement s'inscrit ainsi dans le même projet politique et moral que celui qui définit la valeur à partir du travail. Pour stabiliser ce qu'il y a décrire dans la suite de cette partie, il est important de clarifier ici la place des descriptions libérales de l'échange dans la manière dont le crédit est organisé par la structure d'un ABS. Ceci me permettra de montrer comment ces philosophies participent à la stabilisation et à la légitimation des concepts qui organisent l'actif financier comme contrat ainsi qu'aux règles pratiques de l'investissement le concernant.

3) Les ABS et les CDOs comme rapport de crédit global

Comme je l'ai analysé en Introduction, la distribution de ressources est un rapport de forces, dans lequel des positions sociales hiérarchisées sont établies selon leurs droits et leurs devoirs dans les possibilités d'accès à la monnaie. Ici j'analyserai selon quels imaginaires cette distribution est organisée et légitimée dans la finance contemporaine à partir du cas des ABS gérés par l'équipe observée à Acme. Pour analyser les règles de la distribution de ressources monétaires sous forme de crédit qui a lieu lors de l'échange d'ABS contre de la monnaie, il faut rappeler les concepts des philosophies politiques et morales libérales qui organisent la définition de la valeur des titres. Ces concepts ne concernent pas uniquement la liberté d'un sujet évaluateur mais aussi, ce sera le point exploré ici, celle d'un sujet de l'échange. Cette dernière est mobilisée dans les pratiques d'investissement, que les acteurs

décrivent de manière généralisée comme une *« création de valeur »*. Pour décrire les règles pratiques de la distribution de ressources par la finance contemporaine, il faut donc analyser comment le projet politique et moral des philosophies libérales concernant l'échange, avec le sujet libre comme point focal, les organise en distribuant sa figure dans différents points du dispositif marchand.

L'évaluation des ABS et la philosophie du sujet évaluateur libre

Comme on l'a vu, la définition de la valeur des ABS se fait, à l'instar de ce que j'ai décrit plus haut concernant les actions cotées, à partir de concepts issus des philosophies politiques et morales libérales concernées par la possibilité d'un sujet qui se réalise comme libre dans l'évaluation. Le point de départ et d'arrivée est ce sujet, défini par un intérêt strictement monétaire, étendu dans le temps. La valeur fondamentale d'un ABS est conçue comme un taux d'intérêt, un retour sur investissement pour l'instance qui l'achète. Elle ne se réalise que dans une transaction, et n'atteint sa valeur la plus juste que sur un marché, dans lequel, idéalement, la valeur nominale et la valeur naturelle coïncident, une fois que l'objet à été défini de manière semblable pour tous les participants, c'est-à-dire qu'il y a « un marché », à partir d'une logique de comparabilité. L'investisseur demeure constamment libre de participer ou non à l'échange, du fait de la comparabilité primordiale entre l'objet échangé et la possibilité d'obtenir ailleurs un taux de revenu « sans risque ». Comme on le verra par la suite, ce genre de raisonnement était mis en pratique par les gérants de l'équipe ABS dans la redéfinition de leur stratégie d'investissement.

Organisée par les mêmes concepts qui définissaient la clôture et la hiérarchisation de l'évaluable dans le cas des actions, la définition des ABS n'inclut pas de nombreux éléments des activités dont on cherche à définir la valeur. Dans l'exemple utilisé jusqu'ici, Bastien achetait 10 millions d'euros d'Ameriquest 2004-R2 pour le compte de ses clients, des entreprises d'assurance françaises. Par ce biais, il mettait en relation, comme je l'ai brièvement évoqué au début de ce texte, des personnes payant des polices d'assurance à des personnes contrayant une dette pour s'acheter un bien immobilier. La définition de l'ABS n'inclut pas tous les enjeux symboliques de la propriété privée de sa résidence[448] ou du rapport à la mort, au hasard ou aux relations intergénérationnelles qui sont impliqués dans les

[448] Pour la France, certains de ces enjeux sont étudiés par exemple dans Bourdieu, P., 2000, *Les structures sociales de l'économie*, *op. cit.*

différents contrats d'assurance[449]. Comme on l'a vu pour les actions, dans le cas des ABS aussi, toutes les personnes impliquées dans le flux monétaire et leurs activités ne sont comprises que du point de vue des revenus auxquels peut avoir droit la figure théorique de l'investisseur libre, propriétaire souverain des capitaux qu'il décide de mobiliser dans un échange.

Dans la première partie de ce texte, j'ai essayé de clarifier le rapport de pouvoir défini dans les principes d'évaluation financière des actions. Ces principes se retrouvent pour les ABS et pour la plupart des actifs échangés dans la finance contemporaine. Les pratiques d'investissement dans la gestion de fonds pour tiers que j'ai observées, pour les ABS comme pour les autres actifs, s'organisent en partie à travers un imaginaire sur la participation à l'échange et aux rapports de crédit qui s'inscrit dans les mêmes philosophies politiques et morales que j'ai décrites pour l'évaluation. En tant qu'objet d'investissement, l'actif financier n'a pas seulement une valeur que l'on définit, mais il est une manière de *« créer de la valeur »*.

L'investissement et la gestion de fonds pour tiers comme distribution de ressources à travers des rapports de crédit

L'acte d'achat de Bastien décrit plus haut s'inscrit dans une stratégie d'investissement dont j'ai explicité certaines logiques, concernant la définition de la valeur, dans la première partie de ce texte. Dans ce cas concret, Bastien avait la responsabilité de gérer environ 700 millions d'euros appartenant à une entreprise d'assurances française. Dans ce but, il avait distingué différentes classes d'ABS, selon les critères que j'ai décrits plus haut (notation, différences des sous-jacents, etc.). Il avait distribué les fonds selon cette distinction, en calculant, lors de la définition du *process* d'investissement, que l'ensemble des actifs achetés généreraient un revenu global spécifique, défini comme un *spread* de 50 bp par rapport au Libor à 3 mois en euros. Le *process* définissait aussi des règles d'investissement classiques, comme celles que j'ai décrites pour les actions, avec une obligation de diversifier et de calculer le rapport entre la volatilité et la performance du fonds. Ainsi, Bastien n'investissait jamais plus de 20 millions d'euros en un même titre et chaque classe d'ABS avait des seuils différents de poids dans le fonds à ne pas dépasser. Ceci était fait en mobilisant la même logique d'évaluation relative que les fonds comparés à des indices, mais sans l'aide d'indices officiels, qui n'existaient pas. La définition des critères et des seuils était

[449] Cf. par exemple Zelizer, V., 1992, « Repenser le marché. La construction sociale du « marché aux bébés » aux Etats-Unis, 1870-1930 », *Actes de la Recherce en Sciences Sociales*, n° 94, sept., pp. 3-26.

basée sur l'expérience et l'intuition de l'équipe de gérants, Bastien étant un junior et ne pouvant assumer la responsabilité du *process* tout seul.

L'équipe avait cinq milliards d'euros sous gestion à l'époque de mes observations, dont 350 millions seulement sous la forme de fonds de gestion. Dans ce cas, le client, par exemple l'entreprise d'assurance, signe un contrat avec l'entreprise de gestion et lui fournit les fonds, en une fois ou par tranches, que les gérants investissent selon un *process* pendant un laps de temps défini. Après ce laps, le contrat peut être renégocié, reconduit plus ou moins sans changements, ou simplement non renouvelé, auquel cas le gérant « liquide les positions », c'est-à-dire vend tous les actifs détenus[450] et rend l'argent à son client.

Le reste des fonds était investis sous la forme de CDOs. Un CDO est un actif financier structuré comme un ABS. Des « sous-jacents » sont agglomérés dans un titre unique, qui est vendu par tranches notées par les agences de notation. Comme l'indique le nom, le sous-jacent, ou *« collatéral »*, d'un CDO est composé par des « dettes ». Celles-ci ne sont pas des dettes bancaires, contrairement aux ABS, mais des titres de dettes émis par des institutions financières : obligations, bons d'Etat, ABS ou d'autres CDOs[451]. Le vendeur du titre s'engage à fournir un revenu, défini comme un taux d'intérêt, à l'acheteur, à partir de la performance du sous-jacent, qui est décrit dans le contrat. Alors que chaque titre d'ABS est censé être défini par un sous-jacent homogène, ceci n'est pas nécessairement le cas pour les CDOs. Ces derniers sont dits « hybrides » lorsque leur sous-jacent est composé de titres de dettes différents. La structuration d'un CDO est un travail qui peut durer un an pour une équipe de quatre ou cinq personnes. Elle comporte une partie juridique importante, mais l'enjeu essentiel pour l'émetteur est le calcul statistique de la probabilité de défaut de chacun des sous-jacents et les revenus qui peuvent être offerts à chacune des tranches en fonction du collatéral. Le principe de paiement et de gestion du défaut des CDOs est comme celui des ABS : les tranches moins bien notées reçoivent un revenu plus élevé, mais sont les premières à ne pas être payées en cas de défaut dans le collatéral. Le lien entre chaque tranche et le collatéral peut varier selon la structuration.Généralement, il y a un lien plus ou moins explicite entre chaque tranche et un actif sous-jacent particulier, selon lequel le revenu des tranches les mieux notées provient des collatéraux les moins « risqués ». Mais en cas de défaut, sur un quelconque actif, ce lien peut être cassé au profit des détenteurs des tranches les mieux notées.

[450] Ceci a généralement lieu quand il y a eu une déconvenue entre le client et l'entreprise de gestion. La « liquidation des positions » ne se fait pas en une seule fois, pour ne pas faire chuter les prix des actifs selon la logique spéculative. Le travail de gestion implique le suivi de cette vente, qui peut durer des mois selon les cas.
[451] On parle alors de CDOs *« square »*, « au carré ».

L'équipe ABS gérait plus de 4,5 milliards d'euros investis en ABS dans le cadre de CDOs « hybrides » et d'un CDO purement constitué d'ABS[452]. L'acte d'achat de Bastien décrit plus haut s'inscrit ainsi non seulement dans sa stratégie concernant les fonds qui lui sont alloués personnellement, mais aussi dans les calculs statistiques qui mettent en rapport les ABS, gérés selon un *process*, avec d'autres classes d'actifs, notamment des obligations émises par des entreprises et gérées par d'autres gérants selon d'autres *processes*.

Dans tous les cas, les gérants géraient de l'argent de leurs clients afin de leur procurer un revenu financier selon un contrat qui définissait le montant du revenu, les droits et les devoirs des partenaires commerciaux par rapport aux flux monétaires générés par le sous-jacent, la composition de celui-ci et les règles concernant la manière d'y investir. La structuration de CDOs dégageait les gérants des rapports juridiques des fonds d'investissement et permettait en même temps, du moins en théorie, au client de l'entreprise de gestion de vendre la tranche de CDO achetée à toute autre institution financière, se désengageant par là de la relation commerciale sans rompre le contrat de gestion. Cette liberté devait permettre aux équipes de trouver plus facilement de nouveaux clients. Dans les faits, la section des dérivés de crédit était encore essentiellement dépendante des clients traditionnels d'Acme. Mais ceci avait commencé à changer à l'époque de mes observations, comme je l'analyserai plus bas.

Les actes d'achat d'ABS, comme celui de Bastien que j'ai décrit plus haut, constituaient l'une des activités principales des gérants que j'ai observé à Acme en 2004. Ils faisaient partie d'une distribution de flux monétaires dans des rapports de crédit, par laquelle les gérants contribuaient à financer les activités des « sous-jacents » en fournissant un revenu financier à leurs clients qui leur confiaient les fonds. Cette distribution de ressources était intégrée de manière plus ou moins claire selon les acteurs dans une conceptualisation de l'investissement financier qui faisait partie des mêmes philosophies politiques et morales que j'ai décrites pour la définition de la valeur.

La distribution de ressources dans des rapports de crédit comme réalisation de la liberté d'échanger d'un sujet moral

Pendant mon stage à Acme, Isabelle, chef de mon équipe, me proposa de contacter plusieurs professionnels de l'entreprise pour les interviewer dans le cadre de ma thèse. Elle me demanda quel titre je voulais donner à ma recherche dans le mail de présentation qu'elle

[452] Ce contrat avait été signé peu avant mon arrivée dans l'équipe et je l'analyserai en détail plus bas.

allait leur envoyer. Je lui dis d'écrire que je menais une enquête sur la *« définition de la valeur »*. Elle me regarda avec scepticisme et me dit, tout en écrivant : *« bon, je vais mettre que tu travailles sur la « création de valeur » »*. L'idée de *« créer de la valeur »*, dont parle JP, le manager de la section des dérivés de crédit que j'ai cité au début de cette partie, parcourt tous les discours que j'ai pu croiser pendant mon enquête concernant la légitimité spécifique de chaque tâche ou profession, à Brokers Inc., Acme, Hedge Consulting et ailleurs. Définie, du point de vue pratique, comme le fait d'assurer un revenu jugé acceptable pour ses clients, elle faisait partie des règles de la distribution de ressources qu'effectuait Bastien en achetant un ABS ainsi que celles des autres gérants de fonds d'Acme ou d'autres entreprises de gestion de fonds pour tiers. André, directeur de Brokers Inc. disait plus directement ce que JP décrivait avec des termes apparemment plus obscurs : *« notre but est d'aider nos clients à gagner de l'argent »*.

Mais la notion de *« création de valeur »*, tout en désignant ce but pratique plutôt univoque, communique de manière étroite avec les philosophies politiques et morales qui organisent les concepts de l'évaluation que j'ai étudiés en première partie. Dans celles-ci, la justification politique et morale du dispositif marchand ne réside pas seulement dans le fait que le sujet se réalise comme libre en définissant sa propre valeur dans l'interaction avec d'autres sujets tout aussi libres, mais aussi dans le fait que ce dispositif permet aux sujets libres une création et une distribution de ressources, de *« valeur »*, qui est elle-même la plus juste. Comme pour l'analyse des pratiques de l'évaluation, explorer ces concepts ici joue un double rôle. D'une part, je chercherai à clarifier les philosophies morales et politiques qui organisent en partie les pratiques observées et en permettent certaines formes de légitimation. D'autre part, je chercherai à analyser le rôle de ces concepts dans l'analyse des pratiques du point de vue des sciences sociales, afin de stabiliser l'objet que je me suis donné dans cette recherche.

Pour Adam Smith, la définition de la valeur est une représentation de sa source créatrice : le travail[453]. En définissant la valeur dans l'échange marchand, les sujets achèvent

[453] Dans l'état *« rudimentaire »* de la société, avant *« l'accumulation de capital »* et *« l'appropriation de la terre »*, le travail est la seule mesure de la valeur de ce qui est échangé. Ce n'est qu'après l'accumulation et l'appropriation que le capital et la terre sont rémunérées dans le prix d'un objet échangé. Cf. Smith, A., 1991 (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, *op. cit.*, pp. 50-51. Le rapport immédiat de propriété entre le travailleur et le produit de son travail fonde la réflexion sur soi du travailleur, en tant que tel, dans l'évaluation « naturelle » que j'ai décrite dans la première partie de ce texte. Le terme « valeur » ne désigne pas l'activité elle-même, mais ce qui peut en être échangé. La « valeur » est un produit de l'interaction sociale dans laquelle le travail du sujet est *représenté*. Smith ne parle pas de « créer de la valeur », mais de la valeur des produits créés : la richesse se mesure à la quantité de biens disponibles et augmente avec la productivité. J'utiliserai néanmoins l'expression « création de valeur » en ce qu'elle désigne le même processus que Smith comprend comme « création de richesse ».

leur création de valeur, en la transformant en un objet qu'ils ne pouvaient créer eux-mêmes[454]. La création de valeur est renforcée par le dispositif marchand lorsqu'il permet une véritable évaluation grâce à la spécialisation et à la division du travail que permet l'échange marchand[455]. Les monopoles et les oligopoles bloquent cette création, car ils drainent plus de travail, sous forme monétaire, pour leurs produits, que celui qui est nécessaire, en imposant des prix élevés et des salaires bas, ce qui place les travailleurs pauvres dans une situation d'*« oppression »*[456]. Le marché libre est le lieu où le sujet moral se réalise comme libre car il est non seulement capable de s'évaluer, mais aussi car il est capable, grâce à ce dispositif, d'exploiter au maximum ses capacités de création de valeur[457]. La métaphore de la *« main invisible »* indique le processus par lequel la création de valeur de chacun, dans un échange libre, permet celle des autres[458]. Il est possible du fait que les sujets sont libres, à chaque instant, de changer d'activité et de se retirer de l'échange lorsque celui-ci ne leur permet pas de se réaliser. La définition et la création de la valeur sont alors justes du point de vue moral, en ce que la liberté du sujet est réalisée, et du point de vue politique, en ce que la liberté de tous les sujets peut être réalisée en même temps. Ceci justifie, politiquement et moralement, le dispositif du « marché libre ». Le rapport financier est compris dans ce dispositif. En rendant de la monnaie disponible à un prix juste (le taux d'intérêt), le créditeur permet une activité marchande plus importante et donc plus de « création de valeur ». Au centre du dispositif se constitue, comme sa base légitimante, une personne morale, qui se définit par sa capacité à créer de la valeur par le travail, défini dans la réflexion du sujet sur lui-même et sa reconnaissance par les autres, sans autre contrainte que ses propres désirs et la nature[459].

Comme je l'ai décrit plus haut, la critique de Marx se situe dans le même horizon moral et politique. Marx considère que la propriété privée des moyens de production, inégalement distribuée, bloque à la fois la capacité évaluatrice des sujets et une juste distribution de ressources. Elle constitue une situation plutôt proche de celle qu'Adam Smith décrit comme celle du monopole ou de l'oligopole, dans laquelle certains sujets imposent leur évaluation et captent le travail des autres et, dans ce processus, perdent leur propre liberté. Pour Marx, comme pour Smith, l'enjeu du dispositif d'échange et de distribution de ressources et de resituer la personne morale comme son fondement et son but, et non comme son moyen. La révolution que Marx appelle de ses vœux vise en ce sens à restituer la liberté

[454] *Ibid.*, pp. 21-23 et 29.
[455] *Ibid.*, p. 16.
[456] *Ibid.*, p. 426.
[457] *Ibid.*, pp. 24-28.
[458] *Ibid.* p. 351-352.
[459] *Ibid.* pp. 87 et 174-175.

évaluatrice et productrice du sujet, défini par sa capacité à créer de la valeur par le travail à partir de son rapport à la nature et aux autres. La spécialisation et la division du travail font que la seule solution pour une distribution de ressources juste, respectueuse de la capacité créatrice et évaluatrice de chaque sujet, est la socialisation des moyens de production[460]. Mais au centre du dispositif demeure, comme sa condition de possibilité et sa justification ultime, la personne morale, définie par sa capacité à se définir en travaillant et en évaluant son travail dans son rapport à soi et aux autres.

Pour Marx comme pour Smith, la personne morale, le sujet libre, dans une distribution politiquement et moralement juste, se définit *en même temps* comme évaluateur et comme créateur de valeur. La justification du dispositif de distribution de ressources, que ce soit le « libre marché » ou la socialisation des moyens de production et de distribution, est due au fait qu'elle rend ce processus possible. C'est dans cet espace conceptuel que s'intègre la notion de *« création de valeur »* censée légitimer les pratiques financières des personnes que j'ai observées, c'est-à-dire définir leur caractère moralement et politiquement juste. Ce discours était rarement développé longuement par les personnes observées. Il circulait dans les conversations et les documents, selon les situations, à travers l'idée que l'éthique du travail d'évaluation et d'investissement était de générer les profits les plus élevés possible pour des clients. Dans l'approche académique de la valeur des actifs, qui considère que la rentabilité d'un actif financier est due à la somme d'un « risque de marché » et d'un « risque spécifique », on ajoute un troisième élément, l'« alpha », qui est compris comme représentant l'incidence dans la rentabilité du travail d'investissement. Les professionnels parlaient souvent de *« créer de la valeur »* ou de *« générer de l'alpha »*.

Pour de nombreux acteurs, il n'y avait pas lieu de justifier moralement ce travail, et le quotidien n'était pas fait de justifications morales de l'organisation financière ou de chacune de ses tâches. Mais lorsque la situation le demandait, la *« création de valeur »* était mobilisée comme argument ultime. Je n'ai pas mené une recherche centrée sur les pratiques concrètes de justification et ce n'est pas mon but ici de m'avancer sur ce terrain. Par contre, il est important de remarquer que l'organisation des tâches, visant à générer des profits pour des clients en mobilisant les techniques d'évaluation que j'ai décrites plus haut, intégrait, dans les pratiques, des concepts agencés dans des philosophies politiques et morales selon lesquelles la

[460] La propriété privée individuelle distribuée en chacun des membres de la société est, selon Marx, une vision réactionnaire, qui ne correspond plus au mode de production industriel, mais à un *« ancien régime de propriété »* qui a été *« fatalement brisé »*, cf. Engels, F., Marx, K., *Manifeste du parti communiste*, *op. cit.*, p. 53.

valeur est créée et définie de manière juste lorsqu'elle est le fait d'un sujet qui, à travers ces activités, se réalise comme personne morale, c'est-à-dire comme libre.

Cette problématisation des pratiques, et en particulier des pratiques financières, se retrouve dans de nombreuses analyses en sciences sociales qui prennent la finance pour objet. Elle organise la manière dont Max Weber analyse les rapports financiers de son époque, comme les crédits hypothécaires ou les rapports des actionnaires aux employés des entreprises dont ils sont propriétaires, par exemple dans le passage que j'ai cité au début de cette partie. Comme je l'ai analysé plus haut, Max Weber disjoint le monde phénoménal et celui des valeurs, de sorte qu'il n'y a pas de réconciliation possible, dans l'unité d'un sujet, entre l'activité selon les causalités de la nature et la logique des valeurs. Cependant, dans cette disjonction, Weber continue de poser la question de la liberté, tragiquement impossible, du sujet[461]. Son analyse de la bureaucratie s'inscrit dans cette perspective : sans rapports personnels, la seule valeur possible de la bureaucratie est celle de la légitimité de la loi par elle-même, la croyance, à la limite aveugle, en l'auto-justification des procédures[462]. Weber considérait le développement de la bureaucratie comme un corollaire inévitable de l'accroissement de la population[463], mais n'en voyait pas moins une érosion de ce qui pouvait rendre le sujet libre : sa capacité à affirmer ses valeurs dans le monde dans le rapport aux autres[464]. L'organisation financière est donc comprise par lui selon la disjonction sans synthèse possible des deux volets du projet libéral : d'une part, une organisation bureaucratique qui nie toute possibilité à la personne d'exister comme telle, et donc d'être libre ; d'autre part, dans une analyse proche de Marx, un rapport de forces qui perpétue de manière tendue une distribution de ressources inégale et plus ou moins violente. La définition du système financier lui-même comme objet apparaît, dans les passages que j'ai cités jusqu'ici, comme une variation autour de ces deux thèmes généraux, qui ne sont pas

[461] Dans un chapitre ajouté par les éditeurs à l'édition allemande d'*Economie et Société* de 1990, intitulé *« Der staatliche Herrschaftsbetrieb als Verwaltung. Politische Leitung und Beamtenherrschaft »* (« L'entreprise de domination étatique comme administration. Direction politique et domination par les fonctionnaires »), Weber remarque : *«* Wie ist es angesichts dieser Übermacht der Tendenz zur Bürokratisierung überhaupt noch möglich, irgendwelche *Reste* einer in irgendeinem Sinn « individualistischen » Bewegunssfreiheit zu retten *? »* (*« Face à cette surpuissance de la tendance à la bureaucratisation, comment est-il même possible de sauvegarder un quelconque* reste *d'une liberté de mouvement « individualiste » en quelque sens que ce soit ? »*), Weber, M., 1990 (1922), *Wirtschaft und Gesellschaft*, *op. cit.*, p. 836 (ma traduction, italiques dans l'original).

[462] Pour Weber, les procédures peuvent avoir une coloration « idéologique » en étant rattachées à des « idées de valeurs de civilisation » (*« Kulturwertideen »*) (*Ibid.*, p. 553), mais poussée dans sa logique propre, la bureaucratisation ne se justifie elle-même que par sa propre valeur ultime et unique d'efficacité technique pure (*« rein technische gute »*) (*Ibid.* p. 835).

[463] Cf. Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société 1*, *op. cit.*, p. 298.

[464] Cf. Weber, M., 1990 (1922), *Wirtschaft und Gesellschaft*, *op. cit.*, pp. 561-563 et 835-837.

spécifiques à la finance et qui s'organisent autour de la question de la liberté du sujet en tant que personne morale qui affirme des valeurs dans le monde phénoménal.

Suite à la brisure nietzschéenne du sujet que j'ai décrite plus haut, Weber n'a plus de concept substantif de valeur, et perpétue le projet libéral de l'analyse de la « création de valeur » et de sa juste distribution dans l'horizon tragique de la bureaucratisation, les rapports de force et la perte de sens[465]. Dans la citation qui ouvre cette partie, Weber distingue deux rapports de pouvoir financier. Dans l'un, personnel, est en jeu la volonté des participants, c'est-à-dire leur rapport à des valeurs. Dans l'autre impersonnel, le rapport de crédit est un « service » selon des logiques « objectives », factuelles, qui, du point de vue de la personne, n'ont pas de rapport à des valeurs. La disjonction conceptuelle à partir de laquelle Weber construit la finance comme objet est d'autant plus parlante qu'elle semble correspondre fortement avec le louvoiement dans la phrase de JP que j'ai retranscrite plus haut : *« nous créons de la valeur, euh… pour nos clients »*. La seule éthique de travail, pour JP et ses collègues, était officiellement celle du service aux clients, dont les participants et les opérations étaient définis par des procédures. Le rapport financier se dessinait dans une tension entre d'un côté sa légitimité définie par des philosophies libérales, selon lesquelles il devait permettre, en cas de marché libre, la réalisation du plus noble projet moral et politique, « créer de la valeur » et par là des sujets libres, et d'un autre côté la régularité d'opérations « efficaces » selon des buts commerciaux dans lequel ce projet philosophique ne semblait avoir aucune place.

En entretien, Fernand, le directeur de l'Allocation et une des personnes le plus haut placées à Acme avant son remplacement, se situait sur la vision commune à Marx et à Smith concernant la création de valeur et le rapport de forces qui peut la biaiser lorsque les parties prenantes ne sont pas libres, ce que Weber, après Marx, liait au pouvoir des propriétaires en général, et que Smith dénonçait comme la mainmise d'une minorité trop puissante. Fernand distinguait, comme le faisait Weber, entre son point de vue personnel et les contraintes imposées aux entreprises par les objectifs de rentabilité et de capacité à faire face à la concurrence : *« je ne dirais peut-être pas la même chose publiquement, mais pour votre compréhension…*

[465] Simmel distingue clairement le rapport de crédit qui fonde toute monnaie, dans lequel il voit un potentiel libérateur du sujet, et la domination de l'homme par les choses qui, dit-il, n'est en rien liée aux propriétés de la monnaie elle-même (Simmel, G., 1987 (1907), *Philosophie de l'argent*, *op. cit.* p. 603). Son idéalisme ouvertement anti-matérialiste lui permet aussi de considérer que le système bureaucratique le plus strict, par exemple celui du corps d'officiers, dans lequel la place de chaque individu serait décidée de manière strictement technique, est compatible avec une liberté absolue, la question résidant dans le sens que le sujet donne à sa situation (*Ibid.*, pp. 417-419).

Moi : cet entretien va rester anonyme…

Fernand : non, non, je n'aimerais pas le dire publiquement au nom d'Acme, c'est ça que je veux dire, je n'ai pas le droit de dire ce que je veux au nom d'Acme, mais à titre personnel il n'y a aucune gêne à le dire : je pense effectivement que l'industrie financière est devenue, je dirais, par son poids, par sa taille, par ce qu'elle a été capable de réussir, elle a pris, effectivement, dans certains cas, une importance trop forte, par rapport à ceux qui, au bout du compte, produisent des biens et des richesses, qui sont, je dirais, les autres entreprises. Je ne suis pas en train de dire que les entreprises financières ne produisent pas de la richesse : si ! Mais elles ne produisent de la richesse que de manière dérivée. C'est-à-dire qu'il faut qu'il y ait une base de quelque chose à échanger, à traiter, à faire fusionner, à faire vivre, à financer, pour que la finance vive. Elle est, la finance est nécessairement dépendante de quelque chose. C'est une activité qui suppose qu'il y ait autre chose. On ne peut pas imaginer qu'il n'y ait que de la finance. Donc il y a de sa part, je dirais, une pression qui s'est exercée, euh, par la concurrence, je dirais, entre les établissements financiers et par les exigences qui ont été exprimées en termes de rentabilité, pour les différents actionnaires qu'on est allés chercher, ou les différents fournisseurs d'argent ou prêteurs d'argent ».

Weber ne comprenait pas le louvoiement dans la phrase de JP ou dans les deux positions, d'entreprise ou personnelle, de Fernand, uniquement comme une tension propre au dispositif financier qu'il décrivait. Il considérait cette tension aussi comme l'outillage analytique avec lequel il pouvait le décrire. De ce fait, il empêtrait l'analyse dans la tension qu'il cherchait à décrire, et faisait ressortir cette dernière comme inévitable. C'est pourquoi j'ai cherché à clarifier son approche ici : afin de pouvoir en dégager l'analyse en resituant la problématique politique et morale des philosophies libérales quant à la création de valeur comme un des éléments du dispositif financier contemporain, et non comme un point de départ analytique pour l'étudier.

La « création de valeur » comme élément pratique de l'organisation de la distribution de ressources par la finance contemporaine

C'est à ce décalage que Marcel Mauss invite ses lecteurs dans l'« Essai sur le don ». En s'intéressant aux pratiques du crédit dans les cercles de *kula*, dans le potlatch, dans des textes juridiques germaniques ou indiens, l'auteur cherche à mettre en place une problématisation à partir de laquelle aborder sa société contemporaine sans adopter comme outil analytique les concepts moraux, politiques et juridiques qui sont censés l'organiser :

« Ces concepts de droit et d'économie que nous nous plaisons à opposer : liberté et obligation, libéralité, générosité, luxe et épargne, intérêt et utilité, il serait bon de les remettre au creuset »[466]. La manière dont Mauss interroge les rapports de crédit contemporains nous permet de sortir de l'alternative tragique dans laquelle les enfermait Max Weber tout en la réintégrant comme un élément de l'objet d'étude.

Mauss remarque que dans tous les cas qu'il analyse, le rapport de crédit est l'objet de normes explicites qui sont à la fois politiques et morales[467]. Le rapport de crédit définit des hiérarchies sociales, et la manière dont chaque individu suit les règles qui lui reviennent dans sa situation constitue son identité sociale, sa *persona*[468]. On ne peut distinguer les droits et devoirs de chacun en tant que créditeur, débiteur, donateur, donataire ou propriétaire des autres droits et devoirs, familiaux, amicaux, politiques ou religieux, qui constituent les règles pratiques des interactions quotidiennes. La valeur des objets échangés n'est pas uniquement un rapport entre objet et personne, entre objets échangeables, ou entre acteurs anonymes définis uniquement par leur intérêt monétaire dans l'échange, comme dans le cas de l'évaluation fondamentale, relative ou spéculative. Elle est toujours aussi un rapport entre personnes, objets, droits, devoirs, dieux, groupes sociaux, genres, générations et autres catégorisations qui régulent les rapports sociaux[469]. Comme pour Nietzsche, le rapport de crédit est un des lieux mêmes de la définition du rapport de forces et du rapport moral, à partir duquel seulement peut se penser l'identité sociale et politique du participant[470].

C'est ainsi que Mauss propose de questionner les notions de liberté, d'individu, et de l'intérêt strictement monétaire des participants aux rapports marchands de son époque. Ces catégories sont celles qui organisent, comme on l'a vu, les principes d'évaluation et la légitimité du dispositif marchand comme ce qui permet la « création de valeur » dans le projet politique et moral libéral, comme celui d'Adam Smith, et elles se retrouvent dans l'organisation des pratiques évaluatives, reprises dans celle de l'investissement, dans la finance contemporaine. Mauss nous invite à les resituer dans les pratiques comme imaginaires qui les organisent, de même que dans les cercles du *kula* les objets sont censés avoir une âme, une force, qui oblige les personnes à agir avec eux d'une certaine manière. C'est ce que nous pouvons voir dans les termes qui définissent un ABS en tant qu'« objet » échangé. Les règles de son utilisation intègrent les concepts présents dans les principes d'évaluation que j'ai

[466] Mauss, M., 1995 (1923-1924) « Essai sur le don. Forme et raison de l'échange dans les sociétés archaïques », in Mauss, M., *Sociologie et anthropologie*, *op. cit.*, p. 267.
[467] *Ibid.*, p. 188.
[468] *Ibid.*, p. 206.
[469] *Ibid.*, pp. 162-164.
[470] Cf. Nietzsche, F., 2000 (1887), *La généalogie de la morale*, *op. cit.*, pp. 128-143 et *supra* Introduction, C 2).

décrits dans la première partie de ce texte. Dans sa définition non seulement comme objet de valeur, mais comme objet échangeable, ces règles impliquent que les personnes qui l'échangent soient des « investisseurs » dont le seul « intérêt » est d'obtenir un flux monétaire. Pour que l'objet ait un sens, pour qu'il puisse faire partie d'interactions, il implique une organisation sociale dans laquelle ces « investisseurs » existent. Dans cette situation, pour chaque participant, l'objet a, pour reprendre la métaphore maussienne, une certaine « force » qui s'impose à son utilisateur. Mauss nous invite à analyser les concepts des philosophies libérales qui organisent politiquement et moralement les pratiques de la distribution de ressources en termes de « définition » et de « création » de « valeur » du point de vue d'un sujet « libre », comme une partie des imaginaires qui, avec ceux qui définissent les règles d'organisation des entreprises, des rapports commerciaux, des parcours et des affinités personnels, constituent les possibles et les impossibles des pratiques financières pour les personnes qui les font. Ces imaginaire sont constitutifs du rapport politique, en ce qu'ils définissent les règles du vivre ensemble et la légitimité des hiérarchies sociales à un moment donné.

Pour poser ces questions, Mauss ne s'intéresse pas, comme Weber, à l'individu et à ses valeurs, mais à un *« ensemble »*, la *« société »*, définie entre autres par l'étendue des rapports de crédit[471]. Celle-ci apparaît comme un *« système de prestations totales »*, qui seul donne sens à la définition des droits et des devoirs de chacune des places possibles, différentes et hiérarchisées, en son sein[472]. Dans la citation traduite au début de cette partie, Max Weber considérait que l'*« esclavage sans maître »* constitué par le « capitalisme » n'était susceptible d'un jugement éthique que comme institution, chaque participant étant obligé d'en suivre les règles, sans pouvoir utiliser sa volonté, sous peine de disparaître physiquement. En même temps, ses concepts analytiques ne pouvaient décrire qu'une personne morale en devenir dans chaque individu et le jugement sur l'institution ne concernait que sa capacité à rendre l'individu libre. Pour Mauss, l'analyse à partir du *« tout »* vise à porter un jugement sur le système du point de vue de principes de justice généraux, une *« morale éternelle »*[473]. Le crédit est considéré comme la manière dont la société et chacun de ses membres sortent d'eux-mêmes, s'ouvrent à l'extérieur et, par là, étendent le lien social[474]. Ce processus comporte un danger maximal, puisque la rencontre se fait dans une alternative entre

[471] *Ibid.*, pp. 275-276.
[472] *Ibid.*, pp. 150-153.
[473] *Ibid.*, p. 279, cf. aussi pp. 263-264 et 275-276.
[474] *Ibid.*, p. 186.

l'échange, la fête et le partage, ou la guerre et le sacrifice[475]. L'exacerbation de l'imaginaire de l'individualisme et de l'intérêt purement monétaire dans les rapports sociaux hiérarchiques est alors pour Mauss un danger, non parce qu'il empêche les individus de se constituer comme personnes morales libres, mais parce qu'il est *« nuisible aux fins et à la paix de l'ensemble, au rythme de son travail et de ses joies et – par l'effet en retour – à l'individu lui-même »*[476]. Le point de vue à partir du tout insiste sur le fait que le système de prestations totales doit équilibrer la compétition nécessaire entre les individus[477], par des assurances sociales et un *« socialisme d'Etat »* qui selon Mauss était *« déjà réalisé»* à son époque[478].

Comme je l'ai indiqué en introduction, la vision holiste qu'on peut rapprocher de l'« Essai sur le don » de Mauss ne correspond pas à la méthode de descriptions des pratiques que je développe dans ce travail[479]. On peut considérer que l'intérêt pour Mauss de parler de « fait social total » est par contre le fait d'empêcher une distinction et une hiérarchisation entre ce qui serait politique, religieux, moral ou économique. Les différents aspects sont en jeu ensemble dans les rapports de crédit institués[480]. Les questions que pose Mauss, sur le rapport entre les imaginaires, les objets et les personnes dans les relations de crédit, peuvent alors être reprises, à partir de Klossowski, dans une analyse des règles qui définissent les interactions. On peut alors rapprocher la problématisation maussienne d'une analyse des pratiques financières de distribution de ressources à travers des rapports de crédit. Comme je l'ai décrit en introduction, Klossowski analyse le *« sujet économique »*, avec des *« intérêts »* utilitaristes dans les rapports monétaires, qui se constitue en *« société »*, comme un imaginaire spécifique à des rapports de force monétaires qui définissent, dans une situation donnée, les possibles et les impossibles pour des *« pulsions »*. En nous dégageant d'une ontologie de l'inconscient ou de la totalité[481], on peut mobiliser le geste de Klossowski pour considérer

[475] *Ibid.*, pp. 277-278.
[476] *Ibid.*, p. 272.
[477] *Ibid.*, pp. 262-263.
[478] *Ibid.*, p.260.
[479] Cf. Klossowski, P., 1997 (1970), *La monnaie vivante*, *op. cit.*, pp. 17, 23-25 et *supra*, Introduction, C 2).
[480] Cf. Steiner, P., *L'école durkheimienne et la sociologie*, *op. cit.*, pp. 196-197.
[481] Klossowski semble donner à l'échange un horizon semblable à celui désiré par Mauss, mais dans lequel les concepts d' « individu », « sujet » et « société » ne jouent plus de rôle : *« Le jour ou l'être humain aura surmonté, donc réduit la perversion* externe*, soit la monstruosité de l'hypertrophie des « besoins », et consentira en revanche à sa perversion* interne*, soit à la dissolution de son unité fictive, une concordance s'organisera entre le désir et la production de ses objets dans une économie rationnellement établie en fonction des impulsions »* (*Ibid.*, p. 54). Cet horizon se rapproche du *« bon mélange de réalité et d'idéal »* prôné par Mauss (*Ibid.*, p. 263). La régularité que Mauss observe dans un *« système »* qui *« forme le fond sur lequel s'est détachée la morale du don-échange »* (p. 264), est analysée par Klossoswki comme la logique de *« l'émotion voluptueuse »* (par ex, p. 67). C'est ce fond commun, *« du même type que celui vers lequel nous voudrions voir nos sociétés se diriger »* (p. 264), qui permet à Mauss d'établir une comparaison entre le potalch, le *kula* et les rapports de crédits qui lui étaient contemporains. Les imaginaires à travers lesquels ces rapports sont vécus constituent des *« raisons »* et des *« formes »* (p. 194) différentes dans chaque *« régime d'échange »* (p. 148),

comme des règles de l'interaction ces éléments des philosophies libérales concernant la légitimité des échanges, les définitions des instances qui y participent et de leurs droits et devoirs, tels qu'on peut les observer dans les pratiques d'investissement.

Les ABS, comme les autres actifs financiers aujourd'hui, sont construits pour pouvoir être évalués selon les logiques qui distinguent une instance d'évaluation théoriquement libre, seule capable de définir une valeur « fondamentale », à partir de laquelle sont stabilisées des évaluations relatives et spéculatives, issues d'interactions, qui s'accordent toutes lorsque le dispositif d'échange, le « marché », est dit « efficient ». Dans ce cas, l'échange, en rendant compatibles les libertés évaluatives de tous les participants, c'est-à-dire la manière dont ils se considèrent comme fournisseurs de « travail », permet une « création de valeur » justifiée politiquement et moralement. Ces concepts se retrouvent dans l'établissement des flux monétaires qui définissent un ABS, en fonction d'un investisseur libre, qui les compare à un taux « sans risque », et distingue des échelles de valeur en termes de *spread*, définies en partie par leur inclusion dans des classes (types d'ABS, tranches avec différentes notes), et réalisées par la rencontre quotidienne d'offreurs et demandeurs. En achetant un ABS, l'investisseur fournit des ressources monétaires à l'industrie du crédit, qui elle-même fournit des ressources, par exemple dans le cas du crédit immobilier, aux acquéreurs, à l'industrie du bâtiment, entre autres, en irrigant les échanges et contribuant à « créer de la valeur » en permettant que du travail s'engage dans des rapports d'échange. Cet imaginaire, qui se retrouve fortement stabilisé dans les termes et les concepts du contrat d'ABS, de manière assez claire dans le discours de Fernand, directeur de l'Allocation à Acme, et comme un horizon fragmenté, le temps d'une réflexion en entretien, dans le commentaire de JP, organise en partie les pratiques de distribution de ressources effectives que j'ai pu observer à Acme et ailleurs.

Mais cet imaginaire n'est pas le seul. La distribution de ressources se fait, sur les terrains que j'ai observés, au sein d'organisations particulières, les entreprises financières, qui présentent pour les personnes qui y participent, des règles spécifiques d'interaction, stabilisées en partie de manière explicite dans des tâches professionnelles dont la définition peut contenir une intentionnalité. De même que pour les pratiques évaluatives, dans les pratiques d'investissement, la figure de l'investisseur est distribuée parmi différentes tâches,

---

sous un fond commun à l'humanité, celui de l'*« échange »*, du *« marché »* (p. 148), le fait d'être riche, travailler, créer des *« surplus »*, et *« échanger des choses »* (p. 194). Pour Klossowski, le fondement dans les *« pulsions »* permet de comparer l'*« industrie moderne »* (p. 70) à d'autres possibilités d'agencement des échanges. Dans ce texte, je considère ce comparatisme non pas comme basé sur un fond commun, qui serait le vrai objet de ma description, mais comme une manière d'interroger le présent par l'imagination.

effectuées par plusieurs personnes, qui mettent en œuvre la « décision » d'achat ou de vente, c'est-à-dire la participation à l'échange. La description de ces pratiques peut alors s'inspirer de la manière dont Michel Foucault analysait la distribution des corps dans les prisons et les hôpitaux psychiatriques, non pas parce que l'entreprise serait un lieu d'enfermement, mais par la manière dont la mise en œuvre d'un projet, organisé à travers des philosophies morales et politiques constituées avec la notion d'un sujet libre, distribue les éléments du projet sans que le sujet lui-même soit incarné. Dans le cas de la prison et de la clinique, Foucault remarquait que les dispositifs visaient à localiser le sujet moral, par son absence, dans le corps même des prisonniers et des fous. Dans le cas d'Acme que j'étudierai dans les chapitres suivants, la capacité à générer un profit pour ses clients, selon des règles spécifiques qui sont à décrire, semblait être la preuve que le dispositif réalisait le projet qui lui était assigné.

Les règles de distribution de ressources observables à Acme peuvent être comprises, à la suite de Mauss, comme faisant partie d'un agencement social global de distribution de ressources. Cet agencement est réalisé par des tâches professionnelles, selon des logiques plus ou moins claires de « délégation » dans la relation de gestion de fonds pour tiers. En même temps, cette délégation se fait dans le cadre d'un imaginaire où la figure de sujet de l'échange est distribuée dans tout le dispositif, qui est ainsi organisé et légitimé dans les termes de philsophies politiques et morales libérales. Etudier le comment de cette organisation, les logiques des tâches professionnelles qui font la distribution effective de ressources dans un espace global, est ainsi questionner des modalités d'un rapport politique global et indiquer l'horizon pratique dans lequel il nous situe.

C) Constituer une équipe de spécialistes

Le nom officiel, dans les organigrammes d'Acme, du groupe auquel j'étais intégré était l'« équipe ABS ». Il s'était constitué au sein de l'entreprise à partir de projets successifs de gestion de fonds pour tiers. La « création de valeur », c'est-à-dire la capacité à générer des profits pour des clients et, par là, pour Acme et pour les membres de l'équipe, s'organisait autour de deux logiques qui définissaient de manière explicite les tâches des employés. D'une part, la « création de valeur » était censée être le fait de l'« autonomie », la capacité d'« initiative » et la « créativité » de chacun de ses membres d'une « équipe ». Par ailleurs, ces tâches étaient définies comme l'application d'une approche de la valeur « fondamentaliste » liée la technique d'investissement de *buy and hold*.

Ces deux logiques distribuaient de manière hiérarchique des positions et leur évolution dans le temps au sein du groupe, définies par des tâches qui faisaient agir la figure intentionnelle de l'investisseur et qui effectuaient une distribution globale de ressources monétaires. Isabelle, à l'origine de la création de l'équipe, formait un noyau avec deux autres gérants, Gwenaëlle et Bastien. Mes observations ont eu lieu avant la restructuration d'Acme. Peu après celle-ci, Isabelle quitta l'équipe et céda sa place à Gwenaëlle, en même temps que Bastien accédait au rang de senior et que Michel, quatrième gérant de l'équipe, marginalisé, quittait à son tour l'entreprise. Les mêmes logiques organisaient les mouvements de départ et d'arrivée des assistants, dont moi-même.

Depuis 1999, cinq ans avant mes observations, l'équipe ABS s'était constituée selon ce que j'ai décrit plus haut comme une logique officielle d'organisation du travail au sein du Département Structuré : la mise en avant de l'autonomie, de l'initiative et de la créativité des personnes, des équipes et notamment des managers. Cette logique correspondait à une manière de considérer l'application, par les gérants, de tâches mobilisant la figure de l'investisseur libre, capable de développer des stratégies d'investissement en dehors du poids bureaucratique dominant dans l'entreprise. Le début de l'équipe ABS avait eu lieu au sein du département rival du Fixed Income et son inscription dans la hiérarchie du Département Structuré s'était définie comme une lutte pour développer des rapports commerciaux et des bonus en dehors de la clientèle traditionnelle de l'entreprise (1).

L'autonomie était considérée, au sein du Département Structuré et dans l'équipe ABS, comme la condition organisationnelle pour la mise en pratique d'une expertise

spécifique, qui donnait sa légitimité à la figure du gérant comme réalisation de la figure de l'investisseur libre. Au sein de l'équipe ABS, cette expertise était définie comme la capacité à effectuer une évaluation fondamentale approfondie des ABS. Cette définition s'était constituée à partir des deux gérantes senior, dont elle avait marqué les parcours professionnels en dehors de la gestion et distribuait les positions au sein de l'équipe de manière hiérarchique. Elle organisait directement la technique d'investissement de *buy and hold* développée par l'équipe et la manière dont étaient agencées les approches de la valeur fondamentale, relative et spéculative (2).

1) L'autonomie dans le développement de projets : la valeur de l'investisseur dans la « création de valeur »

Le développement de l'équipe ABS a accompagné celui de la section des dérivés de crédit et du Département Structuré. Il s'est organisé comme une autonomisation progressive de l'équipe par rapport aux départements traditionnels d'Acme en développant des projets de gestion de fonds. Les positionnements des membres du groupe quant à leur légitimité en son sein se faisaient en partie en mettant en avant une capacité à être *« autonome »*, *« créative »*, à avoir de l'*« initiative »* dans un travail *« en équipe »*.L'autonomie du groupe et de chacun de ses membres était mise en avant pour rendre compte du lien direct que devait avoir le gérant avec les fonds qu'il avait sous gestion, ce qui rattachait ses tâches professionnelles à la figure de l'investisseur libre dans le rapport d'échange, seul capable de « créer de la valeur » selon les philosophies politiques et morales décrites plus haut. Ceci légitimait en partie les rapports hiérarchiques au sein de l'équipe ABS, ainsi que l'évolution de cette dernière dans l'entreprise.

L'autonomie et les projets dans la constitution de l'équipe ABS

La chef de l'équipe ABS, Isabelle, fut la première des membres à être embauchée par Acme. Après des études universitaires en finance jusqu'au niveau Master, à Paris, elle avait fait carrière dans une banque française et participé activement, dans les années 90, à la structuration d'ABS par son employeur. Ce dernier étant en difficulté, ses perspectives de carrière se voyaient limitées et après une forte déconvenue avec sa direction, en qui elle avait *« perdu confiance »*, elle accepta la proposition d'un chasseur de têtes et fut embauchée à Acme en 1999, par le petit département Recherche, qui fournissait de l'analyse aux départements Equities et Fixed Income. Son rôle était d'analyser les quelques ABS

susceptibles d'être achetés par les gérants de fonds du Fixed Income. Elle me présentait le chemin parcouru pendant cinq ans avant de prendre la tête l'équipe ABS dans le Département Structuré, à 37 ans, comme le produit d'une lutte de pouvoir entre départements, dans laquelle elle cherchait à développer des projets positifs pour l'entreprise et ses clients, contre les blocages de son premier département de rattachement.

Peu après l'arrivée d'Isabelle dans le département Recherche, JP arrivait à Acme en proposant de développer la structuration de CDOs. Le calcul statistique et le principe de la titrisation étant les mêmes pour ces titres que pour les ABS, JP, dans le Département Structuré, fit appel au savoir-faire d'Isabelle, qui était, selon ses propres termes, *« la seule dans la maison à avoir fait de la structuration »*. Ceci donna lieu à une négociation qui déboucha sur le consentement des départements Recherche et Fixed Income. Les directeurs de ces départements étaient soucieux de la garder, étant la seule analyste spécialisée dans les ABS, et imposèrent qu'elle développe les activités de structuration en parallèle avec celles d'analyse. Dans le département Fixed Income, qui utilisait les analyses d'Isabelle, l'investissement dans des ABS était faible. Il n'y avait pas de fond investi uniquement dans ces titres, qui étaient achetés comme appoint par certains gérants, généralement dans les fonds dits « monétaires »[482]. Les possibilités d'avancement d'Isabelle étaient limitées par la direction du département Fixed Income. Son travail consistait à *« faire des analyses « crédit » et donner les analyses crédit aux gérants en disant : « voilà, c'est une bonne opportunité », définir des standards de recherche, faire de la pédagogie sur ce qu'est un ABS, expliquer pourquoi il faut en mettre dans le portefeuille et puis essayer de pousser la classe d'actifs en termes d'application, donc travailler dans la création de fonds ABS. Donc ça, ça a été dès le début avec le Fixed Income : essayer de convaincre qu'il fallait en faire un ».* En 2000, elle obtint d'embaucher dans le département de Recherche Bastien, fraîchement sorti de l'ENSAE, élève de l'ENS de Cachan agrégé en sciences sociales. Début 2001, elle devint gérante d'un fonds investi uniquement en ABS, dans le département Fixed Income.

Parallèlement, le Département Structuré se développait et la structuration de CDOs avançait avec JP, Isabelle et celle qui allait diriger cette activité par la suite, Rachel. L'ouverture du fonds ABS géré par Isabelle signa son départ des activités de structuration, à son regret, et sa concentration sur les activités de gestion. En entretien, elle présentait ce fonds comme un projet qui lui était propre, puisqu'elle avait trouvé les fonds et avait engagé

[482] Ces fonds donnent la possibilité à leurs clients d'investir leurs capitaux dans le court terme, souvent pour quelques mois, avec des revenus faibles. Ils intéressent généralement les départements de gestion de la trésorerie des grandes entreprises.

Bastien, qu'elle avait pris sous son aile : *« Bastien, quand il a fini son stage, il avait un poste chez Fitch et j'avais rien à lui proposer à cette époque-là. C'était à l'époque où on n'avait pas de fonds sous gestion, en 2000-2001, je lui disais :« je n'ai rien à te proposer, moi je fais de la structuration, toi t'es à la recherche, stagiaire, je peux pas te proposer de t'embaucher parce que j'ai pas de projet à te proposer ». Il a passé ses entretiens chez Fitch et il avait une proposition là-bas, et c'est là où je me suis dit : « c'est vraiment trop bête », et je suis montée assez haut dans la hiérarchie pour dire : « est-ce que vous pouvez vous engager à nous donner des fonds à gérer en ABS parce que c'est plus possible de fonctionner comme ça ». Et j'ai eu l'autorisation et j'ai dit à Bastien : « écoute, si je te demande de rester, c'est pour ce projet-là et voilà ce que je m'engage, moi, de mon côté à faire », et j'ai fait ce que je me suis engagée à faire, on a eu ce fonds. Et on a su pourquoi on faisait de la recherche, parce qu'on en avait marre de faire de la recherche sans qu'il y ait personne qui achète derrière, et vis-à-vis des gens de mon équipe, je ne m'engage qu'à des choses que je suis prête à délivrer ».*

L'établissement d'un fonds d'investissement est présenté par Isabelle comme sa lutte personnelle pour sauver son protégé et se dégager du pouvoir du département du Fixed Income, autour d'un « projet ». Cette lutte était aussi un conflit dans lequel Isabelle cherchait à être la seule responsable des fonds qu'elle avait sous gestion. Les fonds investis en ABS avaient été obtenus par le département Fixed Income. Ils étaient jusque-là investis en obligations et gérés par Pierre, gérant employé par ce département. Leur investissement en ABS s'est fait sur le mode d'un conflit entre Isabelle et Pierre autour du pouvoir de décider d'acheter ou de vendre des titres. Par ailleurs, ce changement opposait le Département Structuré au département Fixed Income, notamment car il supposait de partager des commissions et des responsabilités. Avec le nouveau fonds investi en ABS, les commissions payées par les clients propriétaires des fonds étaient divisées en trois départements, sous la coupe du Fixed Income. Bastien, en tant qu'analyste de l'équipe, était rémunéré par le département de Recherche, Isabelle par le Département Structuré et Pierre par le Fixed Income. Ces logiques étaient en jeu dans la manière dont Isabelle racontait son parcours au sein d'Acme : *« Le premier fonds qu'on gérait d'ABS, c'était un fonds* corporate[483]*, donc obligataire, qu'on migrait vers un fonds ABS, donc de fait c'était de l'argent du Fixed Income. Donc le gérant, on l'a mis au Fixed Income. […] Alors, le gérant de ce fonds-là, on lui a proposé de devenir le gérant du fonds avec une migration ABS. Il a dit : « OK » et ça s'est super mal passé ! parce qu'il ne comprenait pas le mode de fonctionnement en commun,*

[483] Investi en obligations émises par des entreprises.

où on co-gérait tous les deux. La notion de co-gestion s'est pas forcément bien passée. Donc il a été décidé de recruter quelqu'un pour faire ça, ça a été Pierre qui est arrivé, mais qui a été rattaché au Fixed Income. Donc, Bastien était assis à la Recherche, en tant que stagiaire, moi j'étais assise au Département Structuré et Pierre était assis au Fixed Income, donc on n'était même pas assis ensemble. Donc moi j'ai dit : « on ne peut pas continuer comme ça, il faut qu'on soit au moins tous ensemble au même endroit », donc on a été tous ensemble au même endroit, mais on était trois avec trois rattachements.Ça, ça a duré jusqu'en 2002, ou en 2002, en fait, ça se passait super mal avec Pierre, qui avait pas du tout cette façon de fonctionner et qui était pas du tout prêt à partager la prise de décision. Il voulait être LE gérant du fonds point barre. Il considérait Bastien comme SON junior qui lui faisait de la recherche, mais c'était lui qui décidait et il était très mal positionné vis-à-vis de moi et donc ça a un peu chauffé. Et en gros il a un peu demandé à soit être tout seul responsable, soit à partir. Et il n'a pas eu gain de cause, parce que bon, moi j'étais quand même moi, donc il est parti ».

Le conflit entre Isabelle et le deuxième gérant concernait en partie le lien entre la figure du gérant et sa responsabilité dans les décisions d'investissement. La constitution d'une « équipe » autour d'un « projet », pour lequel était embauché Bastien, et le conflit entre Pierre et Isabelle, étaient légitimés et organisés par les concepts selon lesquels la décision d'investissement était le fait d'une personnalité indépendante. La *« co-gestion »* dont parle Isabelle se termine par une opposition entre personnalités autour de l'appartenance du fonds et même de la personne qui devait assister le gérant. Par ailleurs, cette opposition s'intégrait dans les enjeux qui opposaient le Département Structuré et le Fixed Income. D'une part, le premier voulait donner, dans l'allocation, une place plus importante aux ABS que le deuxième, dont les équipes n'avaient aucune expertise sur le sujet. Le développement de l'équipe comme appartenant au Département Structuré faisait bénéficier celui-ci des commissions payées par les clients ce qui se répercutait sur les bonus perçus par les employés. Finalement, les deux départements étaient caractérisés, comme on l'a vu plus haut dans la description faite par Nicole, directrice du Département Structuré, par des organisations du travail différentes, qu'Isabelle reprenait à son compte pour expliquer la logique de développement de l'équipe. Contrairement à l'organisation de masse du Fixed Income, où la hiérarchie imposait des arbitrages entre des personnes qui ne s'entendaient pas et qui restaient isolées et en conflit, le travail en équipe autour d'un projet géré de manière autonome, basé sur la confiance, justifiait pour Isabelle son investissement personnel dans la section des dérivés de crédit. Il s'agissait d'*« une équipe où on était trois, Rachel, JP et moi* […]*, l'esprit*

plutôt start-up*, où on travaillait tous comme des cinglés, et on savait pourquoi, c'était parce que, un, on a un chef en qui on croit vraiment parce qu'il a, il a euh… la visibilité, il sait ce qu'il veut faire, et qu'on veut bosser pour lui, et puis aussi on a un projet commun qui fait qu'on peut travailler comme des cinglés, comme on l'a fait. Travailler, mais on sait pourquoi, et tous ensemble, on se file des coups de main, on sait que c'est ensemble qu'on va y arriver »*. Ce type d'engagement correspondait à une *« croyance très forte, pour moi, c'est de travailler en équipe, et je ne peux pas travailler si je ne suis pas en équipe, et je ne peux pas travailler si je n'ai pas une confiance absolue dans tous les membres de l'équipe, en termes de mode de fonctionnement, de types de réactions, de pouvoir faire avancer tout de façon équitable, de pas avoir de francs-tireurs… ».*

La croissance ultérieure de l'équipe ABS et de la section des dérivés de crédit s'est faite selon la même logique qui avait réglé l'intégration de Bastien pour le premier fonds : embaucher des personnes pour développer de nouveaux projets d'investissement en ABS dans le cadre de la structuration de CDOs par la section des dérivés de crédit dirigée par JP. Après un travail en commun des trois initiateurs de la section en 2001, de nouveaux contrats de gestion de fonds pour tiers ont été obtenus en 2002. Il s'agissait de CDOs dont le sous-jacent était constitué de différentes classes d'actifs, dont les ABS ne constituaient qu'une partie. Isabelle a embauché Gwenaëlle pour gérer cette quantité croissante de fonds et pour développer, pendant l'année 2002, deux nouveaux projets de CDO, dont un constitué entièrement d'ABS. Entre-temps, Pierre, le gérant qui avait été imposé par le département Fixed Income et qui avait perdu dans son conflit avec Isabelle, avait été remplacé par Michel, un autre gérant du Fixed Income, spécialisé dans les obligations, qui souhaitait changer d'équipe. A ce moment-là, l'investissement en ABS, qui avait commencé comme un développement du département de Fixed Income avec des fonds qui lui étaient alloués, était devenu une activité essentiellement due aux projets de CDO lancés dans le Département Structuré. Michel ne fut associé à aucun nouveau projet et son rôle fut de s'occuper du fonds initial, de 350 millions d'euros, alors que les fonds sous gestion de l'équipe atteignaient les deux milliards, à la fin de l'année 2002, et les cinq milliards lors de mes observations en 2004. Entre ces deux dates, Bastien accéda au poste de gérant junior et le travail d'analyse fut réparti entre tous les gérants. L'équipe ouvrit par ailleurs un poste de stagiaire, occupé par des personnes sorties d'école de commerce ou de Master en Finance, dont l'activité principale était d'enregistrer les transactions et d'assister les gérants en leur procurant les documents nécessaires à l'analyse de chaque titre acheté, des tâches effectuées auparavant par chaque gérant. A mon arrivée dans l'équipe, ce poste, proche du *back office*, était occupé par Fatima,

26 ans, qui avait accumulé des stages et des contrats à durée déterminée dans différents établissements financiers à Paris, après des études en économie et un Master en finance à l'université.

Avec le lancement du projet d'un nouveau CDO en 2003, l'équipe ouvrit de nouveaux postes, qui furent occupés début 2004 : celui de Thibaud et le mien. Mon rôle était d'assister les gérants dans la production de documents d'analyse financière pour chaque ABS acheté. Ces documents étaient rédigés en anglais et reprenaient les éléments majeurs qui définissaient la valeur de l'ABS, telle que je l'ai décrite dans le chapitre précédent : une analyse du sous-jacent (dettes et activité bancaire) et du processus de structuration en prenant en compte la notation. Par ailleurs, les gérants demandaient aux structureurs de leur fournir une étude statistique des probabilités de défaut pour la tranche qu'ils avaient achetée, dont les résultats étaient retranscrits dans l'analyse. Mon poste accompagnait la croissance de l'équipe et sa stratégie d'autonomisation. Je fus initialement embauché uniquement pour produire des documents d'analyse. Après un mois de travail, il était clair que huit heures par jour étaient trop de temps pour cette seule tâche et l'équipe me demanda de produire différents rapports sur l'activité du « marché ABS ». J'écrivais ainsi des rapports hebdomadaires d'une page, contenant les noms et les caractéristiques principales des ABS émis pendant la semaine, dont le nombre ne dépassait généralement pas la dizaine. J'écrivais par ailleurs des rapports mensuels d'une trentaine de pages, avec les volumes et les caractéristiques des émissions du mois distinguées selon les classes, des descriptions et des explications des « tendances générales du marché », comme des analyses sur les contextes des sous-jacents, l'évolution des *spreads* ou des montants des émissions de différentes classes d'ABS.

Le but explicite de tous ces documents était le positionnement commercial de l'équipe au sein d'Acme et à l'extérieur. Les documents d'analyse financière sur chaque titre étaient envoyés aux clients dont l'équipe gérait les fonds. Ceci faisait partie de leur engagement dans les contrats de gestion et la tâche avait été effectuée avant mon arrivée par les trois gérants principaux, de manière moins systématique et volumineuse que par moi. Les gérants m'expliquaient qu'ils les montreraient aussi à de potentiels clients, comme preuve de leur expertise. Les rapports hebdomadaires et mensuels étaient envoyés aux clients et à différents contacts de l'équipe, à l'intérieur d'Acme et parmi ses potentiels clients, les *brokers* et d'autres acteurs de la titrisation en Europe, afin de montrer que le groupe existait et qu'il était capable de produire une analyse propre, ce qui était censé être le gage de son sérieux. Les informations pour les rapports provenaient de fait essentiellement des *brokers*, qui produisaient eux-mêmes des rapports similaires, ainsi que de l'activité de l'équipe,

notamment en ce qui concernait les volumes et les caractéristiques des ABS émis pendant la période concernée (semaine ou mois), en termes de sous-jacents et de *spreads*.

Mon poste correspondait donc à un moment où l'équipe avait comme projet de développer une clientèle propre, ce qu'elle voulait signifier autant aux clients potentiels qu'à sa hiérarchie et à celle du département Fixed Income. Dans cette évolution, les gérants se dégageaient de tâches qu'ils effectuaient auparavant, pour dédier plus de temps, selon ce qu'ils me disaient, au développement des nouveaux projets. Thibaud fut embauché selon la même logique. Ancien gérant d'un fonds « monétaire » investi en ABS, il devait développer une analyse systématique de tous les titres détenus par l'équipe, afin d'en dégager des caractéristiques générales et développer un système d'alertes pour éviter de détenir un titre qui fasse défaut ou, éventualité plus plausible, qui fasse l'objet d'un *downgrade*. Son rôle existait dans la profession pour d'autres fonds, sous le nom de « contrôle des risques ». Thibaud reprenait une tâche que les gérants avaient réalisée jusque-là sans la systématiser. Gwenaëlle m'expliquait qu'ils avaient atteint une *« taille critique »*, du fait que chaque gérant, sauf Michel, avait acheté trop de titres différents pour se souvenir des caractéristiques et de l'évolution de chacun en particulier. Par ailleurs, l'existence d'un « contrôleur des risques » dans l'organigramme de l'équipe était encore un gage du sérieux de l'équipe dans ses présentations devant sa hiérarchie et ses clients.

L'autonomie et les projets au sein de l'équipe

Cette logique de développement de l'équipe s'accompagnait d'un discours partagé par tous les membres sur l'importance de la participation personnelle de chacun aux projets de l'équipe en cours et à venir. Elle contribuait à établir et renforcer les rapports hiérarchiques au sein du groupe, qui concernaient aussi les rémunérations.

Isabelle quitta l'équipe quelques mois après mon départ, après de longs mois de réflexion, selon les dires *a posteriori* de Bastien. Gwenaëlle, reprit son poste et son point de vue, exprimé en entretien après la restructuration d'Acme, dégageait en partie les lignes de sa stratégie de développement comme probable prochaine chef de l'équipe[484]. Elle m'expliquait que ce qui caractérisait le département était le fait que *« si tu fais preuve de bonne volonté et que t'es à peu près structuré et articulé intellectuellement, on te laisse faire quoi ! parce que de toute façon il y a besoin de mains et de cerveaux ! »*. Elle remarquait qu'Isabelle et elle avaient cette approche, qui consistait aussi à travailler en équipe, *« les mains dans le*

[484] Je ne savais pas qu'Isabelle risquait de partir à ce moment-là et je ne comprenais donc pas cet aspect dans les mots de Gwenaëlle.

cambouis ». Ceci devait se répercuter sur les rémunérations : *« quand tu compares* [mon salaire] *à celui d'un brave banquier à Londres ou à New York, je suis payée, euh… en fixe, ça va, mais en variable je suis payée cinq fois moins que lui ! Mais moi je considère que ma rémunération, euh… ben, surtout par rapport à l'année dernière, ou j'étais été absente six mois de l'année… ben, il y a pas de problème ! donc en fait, la rémunération, qu'est-ce qu'elle fait ? en fait la rémunération, elle valorise quoi ? Elle valorise le travail que t'as fait, et puis aussi ta valeur, c'est-à-dire ta valeur euh, en tant qu'expérience, individu, et même si à un moment donné tu travailles moins… tu vois, ce que j'apprécie ici, c'est aussi que, voilà, j'ai été absente six mois de l'année et j'ai eu un bonus qui était plus élevé que quand j'avais négocié mon bonus d'arrivée l'année précédente. Si tu veux, ils m'ont payé deux bonus, euh… le premier c'était un* welcome bonus*, je suis arrivée en novembre et j'ai été payée, j'ai reçu un bonus en février, hein, que j'avais négocié, et là j'ai été payée tout à fait correctement par rapport au* welcome bonus *quoi. Donc moi, tant que j'ai une progression de ma rémunération qui est assez constante dans le temps, et que en plus justement j'arrive à gérer, ben le professionnel et le personnel, même si là, bon, ben sur Luxor*[485]*, il y a plus d'à-coups, mais l'un dans l'autre, quand-même, j'ai fait pire dans ma vie, hein, puisque je rentre quand même chez moi tous les soirs à sept heures et demie, avec en, plutôt, ben je m'amuse dans ce que je fais, j'ai pas trop trop de pressions et pas trop d'enmerdes, je suis plutôt heureuse !* […] *La boîte ne te rémunère pas simplement par le temps que tu y passes, heureusement d'ailleurs, mais pour la valeur que tu apportes. Et la valeur que tu apportes, c'est pas forcément le temps passé, hein ! »* Bastien correspondait selon elle à ce profil, non du point de vue de son expérience, puisqu'il était encore junior, mais parce qu'il apportait à l'équipe des initiatives d'organisation, comme le développement d'un logiciel de « contrôle des risques », sur la base duquel Thibaud avait commencé à travailler.

Ce discours se retrouvait dans l'entretien mené avec Thibaud. Ce dernier avait une expérience dans les ABS comme gérant d'un fonds qu'il n'avait pas structuré. Il était donc un junior et avait encore *« beaucoup à apprendre »* selon ses propres mots. Il remarquait que dans ses deux anciens postes dans des banques françaises, sa progression avait été bloquée par le fait de ne pas avoir fait une grande école. Cette *« autoreproduction des élites »* ne semblait pas avoir lieu dans l'équipe ABS : *« ici, j'ai l'impression qu'ils ont l'air assez ouverts, au niveau même évolution, euh… ils ont l'air quoi, ils ont l'air, ben… si tu vas dans leur sens, si tu travailles bien, comme ça, ils vont pas te barrer… enfin j'ai l'impression qu'ils vont pas te*

[485] Nom commercial du CDO sur lequel travaillait Gwenaëlle à ce moment-là, dont je parlerai plus en détail dans le chapitre suivant.

barrer la route : « t'es là et tu y resteras, quoi que tu fasses, quoi que tu dises », j'ai pas l'impression ». Thibaud travaillait près de douze heures par jour pendant les deux mois que j'ai pu l'observer. Pour ses tâches de contrôle des risques, il posait constamment des questions aux gérants sur les titres achetés et la structuration des comptes, avec lesquels il devait encore se familiariser. Par ailleurs, il envoyait plusieurs mails par jour à toute l'équipe avec des nouvelles qui pouvaient concerner de près ou de loin les ABS : sur le marché immobilier, le pouvoir d'achat, les taux d'intérêt ou la législation. Lorsque je remarquais de manière exploratoire, pendant une pause « café », qu'il inondait nos boîtes e-mails, Bastien, Gwenaëlle et Isabelle me répondirent qu'ils trouvaient que l'information était parfois intéressante et que surtout c'était la preuve d'un esprit d'initiative qu'ils appréciaient fortement.

Ces derniers trouvaient en Thibaud la légitimation de la marginalisation de Fatima. Celle-ci était arrivée à son poste un an auparavant et, selon les gérants, n'avait pas fait preuve de *« curiosité »* ni d'*« initiative »*. Gwenaëlle m'expliquait sa surprise de constater qu'après six mois à son poste, Fatima ne savait pas encore quelles étaient les règles de structuration des différents fonds. Bastien, qui évitait généralement de se prendre position dans les conflits au sein l'équipe, remarquait néanmoins que Fatima ne *« posait pas de questions »* et qu'elle n'avait jamais eu l'air *« intéressée »* par les ABS ou par les *« projets »* de l'équipe. Isabelle me disait : *« on avait espéré que Fatima puisse fonctionner, elle a pas fonctionné.* […] *elle a jamais accroché à euh… de se poser des questions, d'avoir la curiosité intellectuelle de savoir pourquoi les choses étaient faites comme ça, d'aller de l'avant, ce que fait Thibaud ! Thibaud, tu lui demandes rien, il fait ses trucs, il va chercher, il prend des initiatives. Fatima, c'était : « je fais dans le cadre de ce qu'on m'a demandé » et sans se demander pourquoi on le fait. Au bout de six mois, on s'est rendu compte que c'était de l'automatique mais sans essayer de comprendre pourquoi.* […] *Elle faisait du* reporting *pendant six mois sur l'Allemagne, tu lui posais une question sur le mandat allemand, elle ne savait pas. Donc ça, c'est fondamental quoi, c'est-à-dire que dans notre milieu c'est fondamental. Donc ça nous a vachement étonné. Et à partir de ce moment-là elle était cantonnée dans des tâches répétitives sans possibilité de pouvoir prendre de l'autonomie quoi. Le but c'est pas de prendre des gens formés, c'est de prendre des gens qui à terme seront autonomes et se poseront les bonnes questions. Moi je passe par derrière pour savoir si les questions ils se les ont posées, mais au moins qu'ils sachent qu'il y a des questions à se poser. C'est ça qui fait le truc. Donc c'est ça, c'est de trouver ce type… Nous c'est d'abord un état d'esprit, et ensuite on assurera la formation. Parce qu'on pourra pas trouver les deux ».*

Fatima était visiblement frustrée par son poste et par le fait que son contrat à durée déterminée ne se transformerait pas en contrat à durée indéterminée. Elle vivait très mal son cantonnement à des tâches qui avaient peu à voir avec sa formation, puisqu'elle détenait un Master en finance et qu'elle s'intéressait personnellement aux mathématiques financières. Un soir, avant de partir, Gwenaëlle lui avait demandé de ranger dans les étagères des dizaines de dossiers contenant les contrats imprimés des ABS achetés. Alors que les gérants n'étaient pas au bureau, Fatima commença à les ranger en les jetant par terre, en disant : *« j'en ai marre ! »* et en expliquant ostensiblement qu'elle n'allait pas les ranger dans l'ordre, ce qu'elle finit quand même par faire. Thibaud et moi, seuls membres de l'équipe présents à ce moment-là, nous regardions en silence, sans savoir que dire. Fatima rangea les dossiers et partit. Thibaud me dit : *« je crois que là ça va pas trop… »* à quoi je répondis un *« oui »* gêné. Notre conversation sur le sujet s'arrêta là.

Cet événement eut lieu quelques jours avant le départ de Fatima et, dans un entretien avec moi peu de temps après, elle reprit à son compte le discours sur l'autonomie, la créativité et l'initiative, pour fustiger l'attitude de l'équipe et expliquer sa frustration : *« ça me gêne franchement qu'on me demande de ranger des fichiers alors que, bon d'accord, je suis encore toute jeune, mais normalement, je suis désolée, chaque gérant doit euh… si chaque gérant rangeait un dossier avant de partir, ce serait fait ! Ce qui m'embête c'est vraiment de déléguer les tâches pourries à des personnes à qui normalement t'es censé apprendre des choses. C'est pas en remplissant une base de données ou en rangeant des dossiers que tu vas apprendre des choses, t'es bien d'accord !* […] *donc je ne comprends pas, qu'en fait ils prennent euh… ce qui m'embête c'est qu'ils prennent le bon côté du truc, euh…* […] *j'aime pas qu'on me traite comme de la merde, c'est normal !* […] *c'est du support qu'il y a autour d'eux, c'est du support de leur travail, je trouve ça dommage. J'aime bien quand on valorise le travail de chacun* […] *. Ça ne me gêne pas de faire des tâches merdiques si, de l'autre côté, on me donne des tâches intéressantes. Le problème c'est que trop souvent, ce n'était pas le cas* […] *c'est ça qui me gêne le plus dans un stage* […] *ce qui est intéressant euh.. enfin, moi je suis prête à tout mais à condition d'apprendre des choses intéressantes. Et très clairement, il y a une rétention d'information, que j'ai constatée dès le début, assez importante* […] *dans le sens ou euh : « non, mais ça, t'occupe pas », euh… « on s'en charge » euh… enfin vraiment !*

Moi : quelles choses ?

Fatima : ben, les portefeuilles modèles, les trucs euh, je pense, un peu plus sensibles… j'ai plus d'exemples en tête, je me souviens très bien d'avoir eu le sentiment

plusieurs fois que ben, qu'ils ne voulaient pas parler devant moi… par exemple : on n'assiste à aucune réunion, vraiment aucune ! quand t'es en stage et en formation, c'est pas normal. […] *Je veux pas être intégrée à tout ce qu'ils font, mais, qu'il y ait un petit peu d'efforts de part et d'autre…*

Moi : et ça, c'était tous, dans l'équipe, ou plus Isabelle, qui décidait ça… ?

Fatima : tous, je pense, parce que ça devait être un mot d'ordre en fait. En fait une euh… puis je pense que c'est un marché assez particulier, ils essaient de préserver euh… ils se croient les meilleurs sur ce marché, et euh… ils sont pas très nombreux en France, c'est une petite niche tu vois, ils se connaissent tous. Donc si moi je me retrouve après, dans une équipe concurrente, c'est peut-être dans cet état d'esprit, tout simplement. Ça n'empêche qu'on peut apprendre plus de choses aux stagiaires ! »

Fatima semblait vouloir participer à la logique de l'autonomie et de l'initiative qui faisait la *« valeur »* de *« chacun »* dans l'équipe. Cette même logique l'avait exclue, dans son analyse, du fait qu'elle aurait pu être un danger pour la stratégie de l'équipe. La contradiction assez claire entre le discours de Fatima et celui des gérants sur elle est organisée selon les mêmes concepts et les mêmes logiques de légitimation, mais en situant Fatima dans des positions contraires. Cette logique était aussi à l'œuvre en ce qui concernait Michel, le gérant qu'Isabelle considérait comme *« imposé »* par le Fixed Income.

Avec la restructuration d'Acme et la montée en puissance de Nicole, l'équipe ABS était intégrée entièrement dans le Département Structuré, signant la fin du pouvoir du Fixed Income sur ces activités. La position de Michel semblait compromise, étant donné qu'il ne pouvait plus être soutenu par son ancien département de rattachement. Gwenaëlle m'expliquait que Michel ne semblait pas pouvoir continuer à travailler avec eux, sans évoquer son rattachement et l'affaiblissement de sa position dans la lutte de pouvoir entre départements qui avait marqué le développement de l'équipe jusqu'à ce moment. Elle mobilisait les mêmes arguments sur l'organisation du travail que pour les autres membres : *« il est quand même un peu paumé, donc* [Isabelle] *fait ça, elle fait euh, pendant six mois, là, elle a fait le filet de sécurité de Michel* […] *ça va pas tenir longtemps, non, c'est pas possible, il est pas adapté quoi. Bon, un, il y a le côté technique, mais ça, il est loin d'être con, je veux dire, il y a pas de souci, après il a pas forcément tous les réflexes qu'on a nous, bon, mais c'est pas ça qui pose problème, c'est vraiment la, la… l'état d'esprit. Il est pas fait pour ce rythme-là, euh, pour le fait d'avoir autant d'autonomie, autant de prises de décisions, d'être aussi euh… comme je dis, les mains dans le cambouis, c'est-à-dire ce qu'on fait, c'est vraiment, euh… ben t'as vu, c'est euh… t'achètes tant de millions par tant de millions, t'es*

toujours sur les marchés, il faut être rigoureux aussi dans le suivi, dans l'administratif, quand t'achètes un million d'un machin, t'en achètes pas un million cinq : on a un paper board[486]*, c'est aussi essentiellement pour lui hein ! voilà* […] *pour l'instant, Michel il apporte pas, euh… grand-chose ! parce que Michel il est effectivement, un petit peu un gérant tradi, dans le sens où c'est, enfin moi c'est ce que je vois, c'est euh… macro, il a été habitué à être assez préservé, avec les choses qui lui tombaient un peu dans le bec, avec du support, des petites mains euh… il a du mal à faire euh… parce que le propre de ce qu'on fait, c'est ce que je te disais, des équipes réduites où tu as les mains dans le cambouis, moi j'ai passé ma matinée à faire du suivi de positions[487] sur Luxor quoi, bon, ça a rien de très intellectuellement valorisant, mais à un moment donné, il faut le faire quoi ! ».*

Comme pour Fatima, Michel semblait avoir la même compréhension de ce que devait être sa « valeur » dans l'équipe. Sa réflexion correspondait à celle des autres gérants, qui la mobilisaient par contre pour rendre compte de son exclusion. Michel avait fait des études de droit et l'option finance à Science Po Paris. Il avait commencé à travailler dans la finance au début des années 90, comme vendeur d'information financière sur des obligations d'entreprises japonaises à Londres. Formé par son entreprise, il s'était spécialisé sur les produits dérivés d'obligations, des options et des *futurs*, et était devenu *trader* d'une banque française, pour laquelle il avait d'abord travaillé à Paris et ensuite à New York. Approchant la quarantaine à la fin des années 90, il cherchait une position *« moins stressante »* de gérant de fonds, qu'il trouva auprès de la même banque. Après le rachat de celle-ci par une institution plus importante, suivi d'une réduction des effectifs, il trouva un poste de gérant de fonds obligataires à Acme. Un an après son embauche, du fait de déconvenues avec sa hiérarchie directe au département de Fixed Income, qu'il jugeait trop directive, il était arrivé dans l'équipe ABS en remplacement de Pierre : *« depuis mes débuts professionnels, depuis 90, j'ai intégré de petites structures, avec des modes de fonctionnement qui étaient plutôt euh… opérationnels que hiérarchiques et c'est donc à Acme que euh… que j'ai appris de nouveaux termes, « juniorisé », euh… ce genre de choses, qui m'ont un petit peu ouvert les yeux* […] *Après six mois à Acme, je cherchais un boulot, parce que, après, ben c'est la dimension humaine hein ! c'est très important, hein, quand on arrive au boulot, le matin, euh… il faut, je pense, avoir un minimum d'espoir de passer une bonne journée et euh, comme je suis fait de*

[486] Pendant mon stage, Bastien avait installé un tableau ou il écrivait tous les jours les titres achetés, avec les montants et les *spreads*. On m'expliqua initialement que c'était pour que tous les gérants puissent avoir l'information sur ce que faisaient les autres et qu'il n'y a pas d'incohérences, comme par exemple le fait que deux gérants achètent le même titre pour deux fonds différents avec des *spreads* différents.

[487] Le « suivi des positions » consiste à vérifier l'état de chaque actif acheté, notamment en termes de prix, de *spread* et d'avertissements des agences de notation.

chair et de sang et que la bonne journée c'est pas seulement en termes de performances ou de rédaction de contrats-types, mais c'est aussi, voilà, c'est dans le vécu, donc je cherchais du boulot et ouais, j'en ai parlé ouvertement à François[488] *et euh… j'avais, après, j'avais trouvé un boulot, pour retourner dans une petite société de gestion pour faire du* total return *sur des obligataires*[489]*, et là François m'a dit qu'il y avait également de la place sur les ABS. Et ce qui m'a plu sur les ABS, c'est que c'était une classe d'actifs en plein essor… c'était une classe d'actifs en plein essor mais déjà, qui avait déjà un vécu relativement long à Acme. Je trouvais que c'était une configuration assez intéressante en fait…*

Moi : et il y avait des enjeux de rémunération dans tout ça ?

Michel : non, je pense que dans la petite société ça aurait été mieux rémunéré qu'ici, mais euh… moi, c'est pas euh… j'ai pas été, si je regarde, j'ai jamais été très gourmand devant les rémunérations, enfin, ça a jamais vraiment guidé mes choix…

Moi : mais j'imagine que le salaire a augmenté régulièrement, avec le temps ?

Michel : oui, enfin, pas tellement, il y a eu un saut assez important quand je suis allé à New York et depuis ça n'a pas tellement bougé. La première année à Acme j'ai eu un bonus garanti qui n'était pas très important, la deuxième année le bonus n'a pas tellement bougé… C'est assez euh… enfin pour moi c'est assez important euh… ce qui est important c'est pas tellement le niveau absolu, mais c'est les variations, et bon, le bonus dans ces métiers, c'est assez important pour les signaux qu'il envoie, en fait, aux salariés quoi. Je pense que moi c'est plus comme ça que je le vois…

Moi : et du coup t'es passé aux ABS…

Michel : l'année dernière…

Moi : et ça ne s'est pas très bien passé…

Michel : non, euh… c'est pas tout à fait le même contexte, hein, euh… l'engagement professionnel est différent. Je pense que je suis moins euh… avec le fonctionnement de l'équipe, je pense que je suis moins autonome aux ABS que ce que j'étais au Fixed Income. Je sais pas. Je pouvais plus développer, prendre un projet dès le début, des choses comme ça […] *Ici ce qu'on peut dire, aux ABS, c'est que les hiérarchiques sont également opérationnels et donc autrement plus légitimes qu'un hiérarchique qui n'est pas opérationnel* [silence de quelques secondes] *je pense qu'il n'y a aucun euh… je veux dire, aucun des membres de l'équipe ABS ne souffre de la moindre, du moindre manque de légitimité, tout le monde est à*

[488] Directeur, à l'époque, du département Fixed Income.

[489] Les stratégies dites de *« total return »* son caractérisées, comme on le verra dans la troisième partie de ce texte, par le fait de ne pas être comparées à un indice. Elles sont souvent développées par des *hedge funds*, établis comme petites entreprises indépendantes.

sa place et… y compris hiérarchiquement, tout le monde est à sa place. Même si après, je pense qu'une salle de marché ne doit pas être un musée, c'est pas parce que t'es arrivé le premier que tu dois rester le premier, que ça t'appartient, que… il s'agit pas de personnaliser une classe d'actifs, enfin, c'est ce qu'on avait dit à la cantine, ces sociétés jeunes qui ont en fait cinq ans d'historique, et ben les personnes qui étaient là il y a cinq ans, en fait… Acme c'est, bon, après, il s'agit plus du passage à la majorité d'une société… ». Dans une conversation en tête-à-tête à l'heure du déjeuner le même jour, Michel m'avait dit qu'il considérait que dans les *« sociétés jeunes, tout le monde se croit indispensable »*, alors que dans les sociétés plus *« matures »*, dans lesquelles plusieurs personnes différentes se sont occupées des mêmes tâches, tout le monde se sait *« remplaçable »*.

Tous les membres du groupe mettaient analysaient leur position en termes de leur capacité à participer à une *« équipe »* de manière créative, autonome et en pouvant prendre des initiatives. Ceci était censé légitimer la place de chacun par rapport à la *« création de valeur »*.

La « création de valeur » et la logique de l'autonomie

La logique qui définissait la création de valeur dans le travail d'investissement financier organisait en partie le développement de l'équipe ABS et les rapports en son sein. Selon cette logique, la *« valeur » « apportée »* par chacun était en partie due à sa prise d'initiative, sa curiosité, son autonomie dans la gestion des tâches d'investissement par rapport aux autres et sa collaboration créative dans la préparation de nouveaux projets de l'*« équipe »*. Cette logique était censée rendre compte de la marginalisation de Michel et Fatima, alors même que ces derniers la prenaient à leur compte pour accuser notamment les deux gérantes senior. Elle se retrouvait dans la manière dont Isabelle légitimait le développement de l'équipe au sein d'Acme. La capacité d'initiative, l'autonomie et la créativité du manager, en qui croyaient les membres organisés en équipe, lui auraient permis de développer des activités qui n'avaient pas de place dans l'organisation ankylosée du département de Fixed Income.

La création de valeur concernait ici à la fois les clients, Acme comme entreprise et ses employés concernés par les dérivés de crédit. Dans la citation qui ouvre cette partie, JP remarque que son entreprise crée de la valeur pour ses clients, ce qui indique le fait de leur procurer un revenu financier. Le développement de l'équipe ABS, de la section des dérivés de crédit du Département Structuré, étaient légitimés selon cette logique. Nicole remarquait que la croissance de son département était due à des *« besoins »* de la clientèle d'Acme,

notamment en produits dérivés, que les autres départements ne pouvaient pas fournir. Cette logique se retrouvait à chaque niveau. JP remarquait qu'il cherchait des *« solutions »* pour ses clients. Isabelle insistait sur le fait que son équipe avait développé des produits intéressants pour ces derniers, alors que Gwenaëlle m'expliquait que si elle voulait continuer à travailler sur les ABS, c'était parce que *« j'y crois profondément, je crois que c'est bon pour les banques »*. Le développement d'une stratégie d'investissement en ABS « apportait » ainsi de la « valeur » à la fois aux clients d'Acme qui fournissaient les fonds et aux émetteurs de titres qui les recevaient.

La « création de valeur », comprise concrètement comme la capacité à obtenir un revenu monétaire d'une activité de financement, était évidemment un enjeu pour Acme et ses employés. Les luttes entre départements dans le développement de l'équipe ABS concernaient en partie la capacité à participer du flux monétaire perçu dans l'activité d'investissement dans ces actifs financiers. Bastien, Gwenaëlle et Isabelle en discutaient de manière sporadique en réfléchissant à de nouveaux projets, lors de réunions à porte fermée, pendant les pauses « café » ou à l'heure du déjeuner. Leur activité quotidienne d'analyse et d'achat d'ABS était organisée par l'aboutissement de réunions antérieures dans lesquelles ils avaient développé des projets qui avaient été commercialisés. Dans la préparation des projets et dans leur mise en pratique, ils étaient en train de se positionner dans un conflit quotidien autour de la capacité à générer des profits pour des clients, pour Acme, pour le Département Structuré, pour la section des dérivés de crédit et pour chacun des employés de l'équipe, c'est-à-dire toutes les instances dans lesquelles étaient distribués, selon des calculs différents et souvent renégociés, les revenus obtenus par la signature d'un contrat de gestion de fonds pour tiers.

Contrairement au bureau de Brokers Inc., l'atmosphère dans la salle du Département Structuré était plutôt silencieuse. Ceci semblait imposé par le manque de familiarité de chacun avec l'ensemble des personnes qui s'y trouvaient, en dehors des membres de sa propre équipe. On se permettait d'autant moins d'élever la voix devant les autres qu'il y avait à côté des employés qui n'y étaient pour rien, n'y pouvaient rien et ne connaissaient même pas les enjeux techniques de la discussion. Au quotidien, les conflits, parfois très forts, comme dans le cas de l'équipe ABS, se vivaient le plus souvent dans le silence du face-à-face et du côte-à-côte de la disposition des bureaux et dans des discussions directes à huis clos. Les pauses « café » et le moment du déjeuner étaient parfois l'occasion d'exprimer sa frustration ou son enthousiasme, alors que se préparaient et s'effectuaient les déplacements, sous forme d'embauches, de démissions ou de non-renouvellements de contrat, avec lesquelles l'équipe

changeait de personnel tout en continuant à se développer autour de projets de gestion de fonds pour tiers.

Michel fustigeait l'attitude d'Isabelle consistant à « s'approprier » la classe d'actifs des ABS. Cette dernière, en établissant ce lien avec son objet d'investissement, prenait position, entre autres, dans une lutte entre départements. Comme les autres acteurs, elle justifiait en partie sa position contre les gérants imposés par le département Fixed Income en mobilisant les concepts qui légitiment la participation dans l'échange d'un sujet libre dans les philosophies politiques et morales que j'ai décrites dans le chapitre précédent. Le gérant devait développer des tâches selon lesquelles son « intention » était d'obtenir un revenu financier de l'investissement de fonds. Pour *« créer de la valeur »*, le lien proche entre le gérant de fonds et ce qui apparaissait comme « ses » fonds devait être assuré, ce que tendait à affirmer l'organisation de l'investissement en équipes *« autonomes »*. Selon le discours officiel, dans les mots de sa directrice Nicole et des employés avec qui j'ai pu interagir, cette organisation était censée distinguer toutes les activités du Département Structuré. Comme on l'a vu dans la première partie de ce texte, il était opposé à l'organisation des grandes équipes des départements Equities et Fixed Income. L'organisation en petites équipes autonomes et réactives était censée être peu compatible avec l'investissement indiciel, dans lequel la décision personnelle du gérant était moins importante que la stratégie générale par rapport à l'indice. Cette distinction concernait, dans l'équipe ABS et ailleurs à Acme, la manière dont le gérant de fonds définissait la valeur des objets contre lesquels il échangeait les fonds qui lui étaient alloués.

La logique selon laquelle la *« valeur » « créée »* par chaque employé était le fait de sa capacité d'initiative, de créativité et d'autonomie dans des équipes sous la direction d'un manager avec une *« vision »* était considéré comme le préalable organisationnel nécessaire pour que puisse se développer l'expertise particulière de chacun des employés. Dans le cas de l'équipe ABS, cette expertise concernait la capacité à définir la valeur fondamentale des ABS. La logique de l'autonomie et celle de l'expertise inscrivaient l'instance du gérant ou de l'équipe de gestion dans la légitimité de la figure de l'investisseur théorique défini comme sujet libre de l'échange dans les philosophies politiques et morales décrites au chapitre précédent.

2) Connaître la valeur pour la créer

Comme le remarquent Michel et Fatima en entretien, la légitimité de l'équipe et des deux gérants senior en particulier était en bonne partie due à leur expertise dans les ABS. Cette expertise concernait essentiellement la valeur fondamentale des titres, avec laquelle étaient agencées l'évaluation relative et l'évaluation spéculative. Elle organisait l'investissement selon l'approche de *buy and hold*, dans la structuration des portefeuilles et dans le rapport avec les *brokers* pour la négociation des *spreads* au quotidien et était stabilisée dans une opposition avec la *« finance de marché »* et l'approche spéculative. L'expertise de la valeur fondamentale des ABS distribuait de manière hiérarchique les positions à l'intérieur de l'équipe tout en légitimant cette dernière au sein d'Acme et auprès de ses clients.

La valeur fondamentale comme expertise des gérantes senior de l'équipe

A l'époque de mes observations, Isabelle et Gwenaëlle avaient chacune dix ans d'expérience professionnelle dans le domaine des ABS. Dans les deux cas, cette expertise concernait le processus d'émission des titres qui fondait selon les gérantes leur *« approche crédit »*, c'est-à-dire centrée sur l'activité bancaire sous-jacente, qu'elles opposaient à la *« finance de marché »*, basée sur l'évaluation spéculative. C'était par rapport à l'évaluation fondamentale que les gérantes pouvaient avoir des positions personnelles sur les ABS qu'elles échangeaient contre l'argent qui leur était alloué dans les contrats de gestion des fonds passés avec leurs clients. Cette pratique cognitive rendait effective la figure de l'investisseur théorique créateur de valeur par sa décision dans le rapport d'échange, ce qui légitimait de ce fait les pratiques particulières d'investissement de l'équipe.

Isabelle avait fait des études en mathématiques appliquées aux sciences sociales et un Master en Finance dans une université parisienne, dans lequel elle n'avait pas du tout abordé la titrisation. Elle fit ensuite un stage de *« financement de projets »* dans la Banque de Crédit, une des banques françaises les plus importantes à l'époque. Cette activité supposait de pouvoir analyser les activités financées, généralement celle de petites et moyennes entreprises, en calculant leur capacité à générer des flux monétaires suffisants pour rembourser les prêts de la banque et rester rentables. Dans la Banque de Crédit, elle a passé *« sept ans, d'abord en exploitation bancaire, donc métier de banque pure* […] *faire des crédits aux entreprises* […] *j'ai passé quatre ans en réseau d'entreprises, avoir un portefeuilles de clients et mettre en place les financements, être au quotidien avec les clients*

[…] *donc là j'ai appris la matière bancaire, j'ai appris ce que c'était que les milieux de la banque, le métier de banquier, analyse de bilan, mettre en place des* loans[490] *».*

Ceci correspondait aux intérêts d'Isabelle pour la *« recherche »*, qui fondaient sa légitimité dans l'évaluation fondamentale des ABS et qu'elle opposait à l'approche spéculative. Au début de sa carrière, Isabelle, avait fait un stage comme *trader* dans le MATIF[491], organisé à la criée, pour confirmer sa sensation que ça ne lui *« convenait pas »* : *« pour moi, ça répondait à mon besoin de savoir qu'est-ce qu'un job en salle de marché, qu'est-ce que fait un* trader *sur un produit particulier, et puis de le faire depuis la base quoi, d'être* runner *sur le* pit[492]*, de voir toute l'ambiance autour, d'où venait la plus-value de ces gens-là, quelles étaient euh… sur quoi ils prenaient leurs décisions… et je me suis rendue compte que c'était mais absolument pas mon truc, parce que c'était totalement contre-intuitif pour moi ! Moi, je suis plutôt quelqu'un, ben, qui repose… qui fait reposer ses décisions sur… sur de l'analyse. Et le truc instantané, le matin, où on essaie de savoir quel va être le* trend *indépendamment de tout, c'était pas mon truc, la réaction immédiate, je sais pas faire. J'ai besoin de… et puis ça peut pas coller quoi, on peut pas gagner de l'argent quand on est pur analyste, quand on se dit que les fondamentaux évoluent comme ça et que le marché évolue complètement différemment… Et donc ça a fini de me convaincre que je n'étais pas faite pour ça ».*

Le travail dans les métiers de financement de projets et dans la titrisation de dettes bancaires à la Banque de Crédit allaient lui permettre de développer sa capacité de « créer de la valeur » avec ces caractéristiques personnelles dans les ABS : *« les bases de mon métier, c'est là* [à la Banque de Crédit] *que je les ai apprises, analyser des* cash flows*, analyser un bilan, analyser euh… avoir une culture de comment euh… qu'est-ce que le risque, comment les* cash flows *sont payés, d'où viennent les remboursements, c'est le métier bancaire. C'est ma grosse, ma grosse culture bancaire qui… dont je me sert encore aujourd'hui, que j'ai acquise… la Banque de Crédit, c'était pour moi la plus efficace des écoles en termes de formation, où il y avait de très très bons professionnels avec une formation, euh… avec*

---

[490] « Prêts ».

[491] Marché à Terme International de France, créé en 1986 en France pour l'échange, dans une salle physique, de contrats à terme, généralement appelés *futures*. Il fut par la suite informatisé et intégré aux services offerts par Euronext. Cf. Godechot, O., Hassoun, J.-P., Muniesa, F., 2000, « La volatilité des postes. Professionnels des marchés financiers et informatisation », *art. cit.*

[492] Le *« runner »* (« coureur ») portait les ordres d'achat et de vente dans la salle d'échange, le *« pit »*. Cf. Hassoun, J.-P., 2000, « Le surnom et ses usages sur les marchés à la criée du MATIF. Contrôle social, fluidité relationnelle et représentations collectives », *Genèses*, n° 41, déc., pp. 5-40 et Hassoun, J.-P., 2000, « Trois interactions hétérodoxes sur les marchés à la criée du MATIF. Rationalité locale et rationalité globale », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 99-119.

l'acquisition des compétences ». A un certain moment, au milieu des années 90, la banque a connu d'importantes difficultés financières suite à des activités qui s'étaient avérées peu rentables et des soupçons de fraude pesant sur une partie de sa hiérarchie. Ceci faisait que la banque ne réussissait pas à se faire prêter de l'argent par les autres institutions de crédit, qui doutaient de sa solvabilité. Ce manque de liquidités à court terme risquait de bloquer l'activité de la banque et la pousser en effet vers la faillite. La titrisation de dettes est apparue comme un moyen de contourner cet obstacle. En titrisant des dettes dont la probabilité de non-paiement semblait très faible, la banque pouvait trouver des investisseurs rassurés par le sous-jacent, qui était de fait séparé des difficultés financières de l'émetteur, du fait du caractère juridique du SPV qui le rend, comme je l'ai décrit plus haut, *« bankruptcy remote »*.

Isabelle eut un rôle très actif comme cadre moyen technique dans ce processus. Elle participa d'abord à la titrisation de dettes garanties par l'Etat et, suite au succès de l'opération, a *« des titrisations immobilières, des titrisations des portefeuilles des cartes de crédit de la banque, donc on a pris tous les actifs titrisables de la Banque de Crédit et on a fait des opérations de l'ordre de dix milliards* [de francs] *chaque année, pour donner du financement à la banque. Et ça a été une super expérience, parce que là, vraiment, c'était, partant de rien, sur un marché en création, euh… être un acteur majeur dans un contexte catastrophique pour un établissement »*.

La *« plus-value »*, le fait de permettre à ses employeurs ou à ses clients de *« gagner de l'argent »*, résidait pour Isabelle dans sa capacité d'analyse des fondamentaux. C'est là où elle avait de l'*« intuition »* pour prendre des *« décisions »* en tant que participant à l'échange lors de l'achat et la vente d'ABS. Cette expertise de la valeur fondamentale définissait la figure légitime de l'investisseur libre pour le reste de l'équipe.

Le parcours de Gwenaëlle la liait aussi fortement à la valeur fondamentale des ABS. Après des études dans une école de commerce parmi les mieux cotées en France et un stage en entreprise, elle avait été embauchée, à 25 ans, par Moody's, une des trois grandes agences de notation globales. Elle y avait acquis une expertise de la valeur fondamentale, en devant donner des notes aux titres émis par des institutions européennes, selon une méthodologie qui demeurait proche de celle qu'elle utilisait encore comme gérante à Acme : *« Quand je suis arrivée en entretien, je ne savais pas ce qu'était la titrisation, je ne savais pas ce que c'était, Moody's, à peu près, tu vois ?* […] *Jocelyne*[493] *démarrait en fait l'activité notation en produits structurés, ABS, en France et Europe continentale* […] *et j'ai fait cinq ans de*

[493] Directrice de Moody's France à l'époque.

notation ABS, donc ça veut dire que j'étais analyste crédit chez Moody's pendant cinq ans, et après j'ai fait un an de commercial. […] *J'ai dû passer six mois sans noter* […] *et au bout de six mois j'ai commencé à mettre des notes* […] *donc j'ai noté très rapidement en fait. Et après je gérais des dossiers toute seule, je devais avoir, je sais pas, vingt-cinq ans !* […] *La notation c'est quoi ? Ben c'est, euh… ben, tu retrouves les piliers de notre analyse, c'est-à-dire que tu retrouves la* due diligence[494] *de l'*originator *et du* servicer*, ça c'est pratiquement du* corporate[495]*, bon, en moins approfondi, mais c'est reprendre le* business model *de l'*originator*. C'est la modélisation du portefeuille, donc les caractéristiques du portefeuille, donc la modélisation des* cash flows*, en reprenant la structure. Et puis t'as tout le coté légal, la revue de la documentation juridique, faire en sorte que la documentation juridique elle contient déjà tout ce qui est structure, tout ce qu'on t'a indiqué, mais aussi qu'elle répond à certains critères de notation, c'est-à-dire que t'as des éléments qui doivent être mis en place pour que tu puisses noter tout simplement, parce que le juridique c'est plutôt binaire, ça passe ou ça casse* […][Les analystes des agences de notation], *c'est des gens qui s'enorgueillissent d'être indépendants et incorruptibles, je pense que ça fait partie du type de personnes qui sont recrutées, c'est un aspect des choses qui est très important, c'est-à-dire dans le recrutement euh… tu fais attention à ce que ce soit des gens, ben, qui soient pas corruptibles, donc ça veut dire que de l'autre côté t'as effectivement des types avec des caractères euh… ben plutôt avec de très forts égos, parce que si les gens, ils ne le font pas pour l'argent, ils le font pour la gloire hein ! enfin, entre guillemets, mais ça veut dire qu'ils en tirent une certaine fierté ».*

Après six ans à Moddy's, à trente ans, Gwenaëlle voulait changer d'entreprise et fut embauchée comme *« senior »* par la Banque des Entreprises, qui structurait des ABS pour des clients. Elle ne faisait pas la partie quantitative du calcul des flux monétaires dans les contrats, mais son expertise restait celle de la connaissance des fondamentaux, qui s'opposait à celle du marché : *« La titrisation était logée dans les activités de marché, sachant que la titrisation c'est un truc hybride parce que oui, la sortie est marché*[496] *mais tout ce qui est origination est en fait* corporate finance[497]*, c'est pas du marché. Quand tu vas* pitcher[498] *un corporate ou une banque, tu vas* pitcher *un mode de financement. La sortie, ils s'en foutent un peu, hein, s'ils*

[494] Le fait de respecter les règles de l'accord commercial et des statuts de l'entreprise en évitant les négligences.
[495] C'est-à-dire de l'analyse financière d'entreprise comme on la fait pour les actions et les obligations.
[496] C'est-à-dire qu'il faut tenir compte des prix du moment pour structurer le titre.
[497] De la « finance d'entreprise », c'est-à-dire l'analyse financière faite du point de vue de l'entreprise en fonction de ses propres enjeux de rentabilité.
[498] Verbe utilisé pour décrire le fait, par exemple, de lancer un ballon dans un sport. Il indique ici le fait de « proposer », d'« essayer de vendre ».

peuvent avoir un mode de financement moins cher que d'aller s'emmerder à faire de la titrise, ils vont chez un banquier. Donc tu vois, on était déjà dans un positionnement assez particulier, mais souvent les titrisations sont dans les salles de marché […] *J'ai eu un beau projet, j'ai monté un conduit de refinancement*[499] […] *de court terme* […] *c'était sympa hein ! parce que là pour le coup c'était de la vraie gestion de projet, avec le côté technique qui est ben, effectivement, la structure, le côté un peu modélisation de l'opération, puis le côté ben, mise en place, donc : « je vous dit que les taxes euh… » et puis aussi tous les tuyaux en interne, savoir qui va être notre* middle*, qui va être notre* back*, faire les calculs* […] *et vente aussi, donc origination avec les* corporate *et puis vente aussi, savoir qui vont être nos partenaires pour tout ce qui était placeur de billets de trésorerie, c'était super complet, hyper intéressant, euh… difficile, parce que c'est vraiment, euh… moi je trouve que le pire dans le métier qu'on fait, enfin, dans la titrisation, c'est ce métier-là, le structureur. C'est un métier de chien, non seulement c'est hyper technique, mais en plus tu fais la gestion de projet, c'est-à-dire le* lawyer[500]*, l'interne, à qui en plus il faut que tu vendes ton machin, t'as tout ce qui est taxes, enfin, t'as un nombre de choses, t'as le client ! qui au aussi ses petits problèmes ! Donc t'as un nombre d'interlocuteurs qui n'ont pas forcément les mêmes intérêts, qui en plus ne sont pas forcément en ligne avec toi en termes de temps, etc., donc tu dois réussir à faire bosser les gens. Donc c'est un projet qui dure entre six mois et un an et où t'as pas un jour où il n'y a pas une merde !* […] *c'est très bien que je sois passée par là, parce que ça m'a permis aussi de le découvrir… ».*

Comme Isabelle, Gwenaëlle remarquait que son *« apport »* dans l'équipe se situait dans son *« approche crédit »* des ABS. Elle avait acquis son expertise dans un cadre où elle faisait la valeur des employés et leur source de *« fierté »* professionnelle. Les deux gérantes avaient commencé leur carrière dans la titrisation au milieu des années 90, lorsque celle-ci commençait à peine à exister. Elles se considéraient comme faisant partie des meilleurs spécialistes *« sur la place »* et se respectaient mutuellement du fait de leur expertise commune. Elles avaient fait connaissance lorsque Gwenaëlle avait noté des titres émis par l'équipe dans laquelle travaillait Isabelle à la Banque de Crédit. Leur relation prouvait, selon Gwenaëlle, que la relation entre l'agence de notation et l'émetteur *« ne se passe pas toujours si mal »*. Elles avaient entretenu un contact téléphonique sporadique lorsque Gwenaëlle

[499] Ce terme indique les fonds monétaires, qui sont souvent structurés comme des CDO, avec des tranches vendues à des clients, mais à très court terme. Thibaud, qui avait travaillé comme gérant d'un *« conduit »* m'expliquait qu'il était peu payé par rapport aux responsables de la structuration, qui étaient ses chefs immédiats.

[500] « Avocat » ou plutôt, ici, l'« expert juridique ».

travaillait comme structureuse. Isabelle avait une connaissance dans l'équipe de Gwenaëlle qu'elle appelait parfois et, lorsqu'elle était absente du bureau, cette dernière prenant le téléphone, elles avaient *« l'occasion de se donner des nouvelles »*. orsque Isabelle entreprit d'embaucher un nouveau gérant pour continuer à développer de nouveaux projets, elle proposa le poste à Gwenaëlle, avec qui elle avait un rapport cordial et dont elle connaissait personnellement les compétences. Gwenaëlle connaissait à l'époque de fortes déconvenues avec sa hiérarchie et décida d'accepter l'offre. Elle expliquait son embauche en disant que c'était *« vraiment du réseau »*.

Le fait que toutes deux savaient qu'elles avaient la même expertise sur les ABS posait la question de la légitimité du rapport hiérarchique au sein de l'équipe. Gwenaëlle m'expliquait ainsi que pour Isabelle, *« toute sa problématique, parce qu'elle l'avait déjà eue avec quelqu'un qui est parti entre-temps, c'était trouver quelqu'un qui acceptait d'avoir comme responsable une nénette qui était aussi expérimentée qu'elle. Ce qui est une règle du jeu, bon après, moi, ça ne me dérange pas, si tu veux* […] *elle a mon âge Isabelle, enfin oui, puis on a le même nombre d'années d'expérience, t'as vu comment on est, on peut avoir chacune nos forces et nos faiblesses, mais bon après, on est quand même sur le même format, donc il fallait trouver euh… et moi, même si on en a pas parlé clairement, sur le moment, pour moi la seule problématique c'était ça, la seule question à se poser : « est-ce que je n'aurai pas de problème d'ego à ce qu'Isabelle soit ma responsable ? » et ben non, je n'ai pas de problème d'ego à ce qu'Isabelle soit ma responsable,* […] *il faut que les choses soient établies dès le départ et une fois que t'as la règle du jeu, ben, moi je la respecte »*.

Cette problématisation du lien entre autorité légitime et expertise technique au sein de l'équipe se rapproche de la manière dont Michel semble regretter que *« tout le monde est à sa place* […] *y compris hiérarchiquement »*. Entre Gwenaëlle et Isabelle, le rapport hiérarchique semblait être d'autant plus stable que la première se savait aussi légitime que la deuxième en ce qui concernait le fondement de légitimité de l'équipe, c'est-à-dire l'expertise concernant la valeur fondamentale des ABS. La logique de l'autonomie s'agençait avec celle de l'expertise de la valeur fondamentale dans ce qui faisait la légitimité de chacun dans le groupe. Cette légitimité s'organisait selon les concepts qui définissaient l'investisseur libre selon les philosophies politiques et morales libérales décrites plus haut, dans lesquelles le rapport marchand est justifié lorsqu'il est le fait d'un sujet qui s'y réalise comme libre en étant capable de définir la valeur et d'échanger de manière souveraine. L'expertise de la valeur fondamentale définissait et limitait l'organisation de l'investissement ainsi que les clivages au sein de l'équipe.

La valeur fondamentale et l'investissement selon l'approche buy and hold

L'expertise à partir de laquelle a commencé à se constituer l'équipe et qui est devenue un des éléments principaux de sa légitimité professionnelle organisait la technique d'investissement développée par les gérants. Comme je l'ai décrit dans la première partie de ce texte, l'approche fondamentale de la valeur est généralement liée à une technique d'investissement consistant à acheter des titres et à les garder longtemps, afin d'en tirer des revenus censés être liés directement à ceux de l'activité économique sur lesquels le titre donne des droits à son propriétaire. Cette approche, dite *«* buy and hold *»*, s'accompagne classiquement de la définition d'une classe ou de plusieurs classes d'actifs à l'intérieur de laquelle l'investissement est diversifié, selon la logique de l'évaluation relative. Comme je l'ai décrit plus haut, on la retrouve dans des manuels de gestion de portefeuilles, présentée comme la manière théoriquement la plus *« efficiente »* de percevoir des revenus d'un investissement financier, c'est-à-dire de *« créer de la valeur »*. Les gérants de l'équipe appliquaient cette technique dans tous les CDOs et dans le fonds d'investissement. Elle était inscrite dans les *process* détaillés dans les contrats signés avec les clients, dans lesquels étaient établies des classes d'ABS, selon leurs sous-jacents et les notes des agences, avec des seuils de pondération à ne pas dépasser. Chaque fonds était constitué de dizaines, voire de centaines de titres.

L'expertise sur la valeur fondamentale organisait ainsi la structuration des fonds d'investissement et définissait en bonne partie les tâches quotidiennes d'investissement. Les titres étaient achetés aux *brokers* qui les avaient structurés. Comme pour les gérants d'actions que j'ai décrits plus haut, les membres de l'équipe ABS avaient défini avec les vendeurs les types de titres qu'ils voulaient, notamment du fait qu'ils n'investissaient pas en dessous de la notation BBB et que certains gérants investissaient en des titres émis en Europe, alors que d'autres investissaient en des titres émis aux Etats-Unis.

De manière générale, pour chaque titre, le gérant recevait un appel téléphonique d'un *broker* lui indiquant l'émission d'un nouvel ABS dans les jours à venir. Dans les premiers appels téléphoniques, le *broker* indiquait un *spread* exploratoire pour les tranches susceptibles d'intéresser le gérant. Si le gérant semblait intéressé, il lui envoyait le contrat définissant l'ABS, comme celui que j'ai décrit dans le chapitre B de cette partie. Le gérant me demandait alors d'obtenir les documents produits par les agences de notation qui avaient noté le titre. Ces documents, d'entre dix et quinze pages, reproduisaient de manière synthétique la description du sous-jacent et de la structure du titre telle qu'elle apparaissait dans le contrat et

donnaient des informations succinctes sur l'activité bancaire et de *servicer* du contrat. Pour les grands émetteurs, les agences de notation produisaient aussi de manière régulière des documents spécifiques de près de dix pages concernant leur activité d'*originator* et de *servicer* en général. Le gérant lisait le contrat définissant le titre et corroborait les informations reproduites par les agences, pour avoir une idée du sous-jacent.

En parcourant un document analysé par Gwenaëlle, je pouvais observer qu'elle avait souligné au marqueur fluorescent la description juridique de la structure où était détaillé ce qui adviendrait à la tranche qu'elle pensait acheter en cas d'une augmentation des défauts de paiement dans le sous-jacent. Elle avait aussi souligné des détails de la description du sous-jacent, comme le rapport entre le montant du prêt et la valeur du bien acheté, la note FICO moyenne, le pourcentage de prêts établis avec toute la documentation nécessaire, la part des notes FICO considérées comme faibles et la concentration géographique des prêts par Etat. Lorsque le gérant décidait d'acheter une tranche spécifique, il demandait au *broker* de lui fournir les résultats d'un *« stress test »*, dans lequel était indiqué le taux de défaut de paiement qui pouvait être encouru par le sous-jacent avant que la tranche achetée ne soit affectée, un taux qui atteignait souvent les 20%. Le gérant effectuait alors la transaction par téléphone ou par mail et l'enregistrait en recevant un e-mail de confirmation par le système de communications spécialisé Bloomberg. Tout le processus durait deux à trois jours. Bastien et Gwenaëlle avaient généralement plusieurs titres en cours d'analyse et d'achat en même temps et effectuaient le travail d'analyse en parallèle avec d'autres tâches quotidiennes comme le contrôle des positions, la lecture d'analyses générales et les réunions avec l'équipe ou avec des partenaires variés pour trouver des idées pour de nouveaux projets.

Dans les tâches d'investissement, l'analyse fondamentale du titre était intégrée avec l'évaluation relative. Le titre n'était acheté que s'il correspondait aux besoins du gérant de remplir les classes d'actifs non encore achetées pour le compte du client, selon le *process* décrit dans le contrat passé avec lui. Le travail de Thibaud s'inscrivait dans cette logique. Le « contrôle des risques » était nécessaire du fait que l'équipe achetait pour l'ensemble de ses clients des centaines de titres, qu'elle gardait pendant des années. Avant l'arrivée de Thibaud, la « vérification des positions » était faite par chaque gérant, comme le décrit Gwenaëlle dans l'entretien cité plus haut. Le travail de Thibaud était de systématiser les catégories d'analyse de chaque titre dans un logiciel qui lui permette d'avoir une présentation instantanée de chaque position. En entretien, je lui demandais si cela impliquait à terme de développer des catégories d'analyse transversales à tous les titres qui pourraient être monitorées sans entrer dans le détail de chaque titre, comme les scores FICO, variables et présents dans tous les titres

émis aux Etats-Unis. Sa réponse fut mitigée : *« ben oui, justement, par exemple, les RMBS hollandais, le but du jeu, c'était de suivre* deal[501] *par* deal *et comparer ensuite en fait. Ben, en fait, c'était de voir le niveau de la valeur relative d'une transaction, ça aussi c'est intéressant justement…*

Moi : et il n'y a pas un but de faire ça avec tout le portefeuille ?

Thibaud : […] *Ben, de toute façon, chaque* deal *est rattaché à une catégorie de… d'actifs, donc déjà tu peux voir la valeur relative d'un* deal *X par rapport à un groupe…*

Moi : et ça c'est assez systématisé ?

Thibaud : ah ça, euh… il n'y a pas de : « tu appuies sur un bouton et… », non… ben non, c'est vrai…

Moi : mais c'est pas le but ? ou ce n'est pas faisable ?

Thibaud : ben, c'est pas facilement faisable, parce que je pense que dans l'analyse, t'as quand même une part de valeur ajoutée, un peu intellectuelle entre guillemets, pas seulement automatisée, comme ça, sinon on prendrait plus d'analystes, on prendrait un logiciel… […] *le but à court terme c'est déjà de bien suivre toutes nos positions, déjà ! Parce qu'on avait, euh… quand je suis arrivé, il y avait dix fiches[502], maximum, là on est à soixante…*

Moi : ah ouais, t'en a fais cinquante en deux mois ?!

Thibaud : ah oui ! euh… donc tu vois, il en reste encore pas mal, j'ai pas fait la moitié, loin de là, donc déjà c'est de mettre toutes les fiches, construire toutes les fiches. Après il faut les mettre à jour en permanence. Et après il faut, justement, on peut songer à automatiser certaines caractéristiques, etc.

Moi : ça veut dire que Gwenaëlle, Bastien, ils ne faisaient pas ça mais ils avaient les fiches en tête ?

Thibaud : euh… « ils avaient les fiches en tête » c'est un grand mot, mais je pense qu'ils avaient les alertes des agences, déjà, donc quand il y en avait une ils regardaient, ils voyaient : « oh celui-là, il commence à tomber » puis après ils allaient à mon avis plonger plus sur le deal *et là ils décidaient de vendre ou pas, mais c'était vraiment au dernier moment quoi, il n'y avait pas un suivi permanent du* deal *en question quoi. C'est pour ça aussi que quelques fois euh… pour l'instant ils ont eu beaucoup de chance aussi quoi, ils ont eu le*

[501] « Contrat », ce qui se réfère à chaque titre acheté.
[502] Des fichiers Excel détaillant des caractéristiques du sous-jacent et du titre, comme ses dates de paiement, la note de la tranche et son *spread*.

temps de voir ça à temps quoi […] *c'est pour ça aussi que là, ils ne peuvent plus suivre tout, c'est pour ça aussi qu'ils prennent une personne, qui elle ne fait que ça ».*

A plusieurs reprises, pendant mes observations, Gwenaëlle et Isabelle remarquèrent avec une fierté ostensible que depuis que l'équipe avait été constituée, elle n'avait jamais subi de *downgrade* d'un titre qu'elle détenait. Ceci était dû, selon les gérantes, au fait qu'elles avaient choisi chaque titre avec suffisamment d'attention et que, connaissant la structure et les sous-jacents, elles avaient aussi réussi à vendre un titre avant qu'il ne perde de valeur lorsque sa note de crédit eut baissé. Le travail de Thibaud consistait à poursuivre ce travail de veille sur les fondamentaux.

Isabelle et Gwenaëlle étaient les seules de l'équipe à avoir une longue expérience sur les fondamentaux des ABS en dehors du travail de gérantes. Bastien avait appris à connaître la classe d'actifs à son arrivée à Acme. Selon les gérantes, il avait acquis des connaissances fortes dans le domaine, mais il n'avait comme expérience que l'analyse et la gestion, sans connaître le processus de structuration et l'analyse des sous-jacents de première main. Fatima n'avait pas travaillé avec des ABS avant son embauche dans l'équipe et même si elle avait les capacités mathématiques pour entrer dans les détails de la structuration, ceci n'était pas possible au sein de l'équipe, non seulement du fait qu'elle y était marginalisée, mais parce que même en tant que gérante elle n'aurait pas eu le temps ni le besoin de le faire. Mon cas était extrême de ce point de vue. Pour effectuer mes tâches de production de documents sur les ABS et le marché, je n'avais aucun besoin de connaître la structuration des CDOs dans laquelle s'intégrait l'achat de chaque titre. Il me suffisait de comprendre la structure de chaque titre particulier et ses enjeux, afin de savoir ce qu'il fallait que je reprenne, de cette information produite par d'autres, pour écrire les rapports distribués par l'équipe.

La technique d'investissement de *buy and hold* se basait sur une approche fondamentale et relative de la valeur des ABS et était opposée, par les gérantes, à l'approche spéculative. Comme je l'ai analysé dans le chapitre B, celle-ci consiste à s'intéresser aux variations des taux d'intérêt et des *spreads* des titres au jour le jour pour gagner de l'argent en les achetant et les vendant à court terme. Pour cela, il faut être capable de faire des prévisions sur l'évolution des taux d'intérêt, en considérant que sur le court terme le sous-jacent de chaque titre observe une évolution constante. Ceci peut être fait en regardant les prévisions sur les taux telles qu'elles apparaissent dans les prix des contrats futurs sur ces mêmes actifs. Cette approche est assez classique pour les *traders* et les gérants de fonds qui investissent en des actifs liquides et standardisés comme les obligations des grandes capitalisations. Elle faisait partie de l'expertise de Michel, qui avait été vendeur et gérant de fonds dans des

obligations de grandes entreprises et des bons d'Etat pendant près de dix ans avant d'entrer dans l'équipe. Au départ de leur travail comme gérantes, Isabelle en 2001 et Gwenaëlle en 2002 n'avaient pas d'expérience dans le domaine de la gestion. Leur choix de la stratégie *buy and hold* correspondait autant à un lien direct entre cette approche et l'expertise dans la valeur fondamentale qu'à un besoin de mobiliser le savoir le plus accessible et le plus stabilisé sur la question. Isabelle me racontait ainsi que : *« j'étais relativement inquiète de faire de la gestion, pour moi c'était un nouveau métier, j'ai jamais appris à être gestionnaire, donc je ne savais pas, donc comme d'habitude, j'avais hyper peur, parce que je me suis dit « je ne vais jamais savoir faire ». Je me suis fait une montagne de tout ce que ça pouvait être, de la gestion. J'ai essayé de demander à droite et à gauche, comment on faisait et je me suis rendu compte que, en gros, ben j'étais toute seule et qu'il fallait que je définisse mes critères. Donc j'ai pas mal bossé avec Loïc*[503] *et avec JP pour pas faire d'erreurs de débutant, quand tu ne sais pas ce c'est que la gestion. Et puis ben, et puis je m'y suis attelée ».*

Après la restructuration d'Acme, Michel ne fut plus rattaché au département de Fixed Income, mais à celui de la section de JP. Isabelle justifiait le fait qu'elle attendait une démission de Michel dans le nouveau contexte en considérant dans une même analyse que son expertise n'était pas celle d'un spécialiste des fondamentaux des ABS et le fait qu'il avait été imposé par son ancien département. Cette même analyse devait expliquer le fait que Bastien, jusque-là encore rattaché au département Fixed Income, intégrerait dorénavant le Département Structuré : *« J'avais dit à Bastien que je ferais mon maximum pour que ça se termine et je suis contente d'avoir réussi mais j'ai mis plus de deux ans. J'ai mis plus de deux ans à résussir à faire ce dont je me suis engagée. Et maintenant bon, les cartes sont plus claires, au moins j'ai la main sur euh…*

Moi : et pour Michel c'est un peu la même situation ?

Isabelle : oui, mais Michel ça fait qu'un an et Michel il est Fixed Income depuis le début. Michel, vis-à-vis de lui aujourd'hui, c'est plutôt le contraire, moi je lui dis : « ça va changer radicalement ton positionnement, donc c'est à toi de me dire si tu es d'accord ou non ». Je ne vais pas te sortir du Fixed Income auquel t'as toujours été rattaché, parce que naturellement t'es un gérant, t'es pas un ABS ». Bastien c'est un ABS à la base, c'était pas un gérant, Gwenaëlle c'est un ABS. Donc je peux pas lui imposer le choix définitif d'un ABS coupé de la gestion Fixed Income, c'est à lui de me dire s'il est d'accord ou pas, je trouve ça… Je ne sais pas si j'ai une marge de manœuvre s'il me dit non, je ne sais pas ce que ça

[503] Directeur, à l'époque, du département Fixed Income.

veut dire pratiquement, c'est ce qu'il me dit, mais moi je ne peux pas imposer aux gens ce genre de boom. Pour Bastien c'est clair, c'est une régularisation de la situation. Quant à Michel, c'est un changement de statut, donc c'est à lui de me dire s'il est d'accord. Culturellement c'est pas la même chose, culturellement un gérant n'est pas un ABS…

Moi : mais même un gérant ABS ?...

Isabelle : un gérant ABS, c'est soit un ABS, soit un gérant, par fibre, dans le mode de fonctionnement…

Moi : c'est-à-dire ?

Isabelle : c'est-à-dire que c'est soit un chercheur ABS qui a acquis des compétences de gestion, soit un gérant qui essaie de se former à l'ABS…

Moi : et ça fait une très grosse différence ?

Isabelle : oui, complète. L'échec qu'on a eu avec Pierre dans le mode de fonctionnement, c'était que c'était un trader *qui se mettait aux ABS et ça, ça a… dans notre mode de fonctionnement, ça peut pas aller…*

Moi : mais c'est parce que vous avez une logique en termes de gestion de buy and hold *beaucoup plus forte ?...*

Isabelle : on est beaucoup plus credit driven[504]*, donc à partir du moment où on a un* trader *comme on pouvait avoir, qui achète sans analyse de risque, qui ne comprend pas la signification d'une analyse, et l'analyse c'est le cœur de notre métier pour nous, on ne peut pas se comprendre ».*

La technique d'investissement de *buy and hold* était organisée par l'expertise de la valeur fondamentale à partir de laquelle s'était formée l'équipe dans la lutte de pouvoir entre départements et qui s'était imposée comme norme dans ses projets. Isabelle, Gwenaëlle et Bastien étaient plus légitimes que Michel en partie par la manière dont ils pouvaient établir le rapport entre définition de la valeur fondamentale et l'organisation de l'investissement. Ce lien était censé fonder la capacité à assurer un revenu aux clients d'Acme, c'est-à-dire à *« créer de la valeur »*. Leur approche de la *« définition »* et de la *« création »* de la *« valeur »* faisait aussi la valeur des gérants qui incarnaient l'investisseur libre théorique dans un rapport direct à l'objet de son échange dans un marché. La valeur spéculative des ABS dans l'équipe prenait place dans cette configuration.

Les spreads *et le « marché » au quotidien*

[504] « Orientés par l'approche crédit ».

Les consignes d'investissement que s'étaient données les gérants dans les *process* signés avec leurs clients leur imposaient d'acheter certaines quantités d'ABS définis par leurs sous-jacents et leurs notes de crédit. Le *process* était structuré de manière à obtenir un revenu global du portefeuille qui puisse payer ce qui avait été promis aux clients tout en générant des profits pour Acme à différents niveaux hiérarchiques. Ce calcul supposait de prévoir, au moment de la structuration du fonds ou du CDO, les *spreads* des titres achetés. Si les *spreads* baissaient beaucoup, par exemple, le fonds ne pourrait pas produire le revenu escompté. Le rapport aux *spreads* des gérants de l'équipe était ainsi organisé par leur approche de *buy and hold*. Tant qu'ils considéraient que du point de vue des fondamentaux le titre était fiable et que le *spread* proposé par les *brokers* rentrait dans les calculs effectués lors de la structuration du fonds, les gérants n'avaient pas besoin de se poser des questions sur l'évolution des *spreads* à court terme. Alors qu'ils passaient la plupart du temps à analyser le sous-jacent de chaque titre, les *spreads* faisaient l'objet d'une négociation rapide au moment de l'achat, après quoi le titre payait des revenus satisfaisants pour la stratégie d'investissement. Contrairement à un *trader* ou à un investisseur spéculant sur les variations à court terme, les gérants ne s'intéressaient plus à la valeur de revente du titre en fonction de la variation des *spreads*.

Comme je l'ai décrit dans le chapitre B), les *spreads* se réduisaient progressivement à l'époque de mes observations. Gwenaëlle m'expliquait qu'en un an, les *spreads* des BBB en euros étaient passés de 150 bp à 75 bp. Ceux de la tranche immédiatement au-dessus, la A, s'étaient *« resserrés »* mais en moindre mesure relativement. La structure du fonds qu'elle gérait lui imposait certaines restrictions en termes de BBB, mais moins en termes de A. A la place des BBB, elle commença à acheter des A, ce que d'autres gérants de CDO ne pouvaient pas faire, disait-elle, parce que dans leur *process* ils s'étaient engagés à acheter du BBB à des *spreads* élevés, ce qui les obligeait à acheter cette tranche même si le revenu qu'elle payait diminuait fortement. Selon les analyses de Gwenaëlle, le resserrement des *spreads* était dû à la fois à une évaluation plus « juste » des fondamentaux, à des mouvements des taux directeurs et à une évolution des montants mobilisés par l'offre et la demande. Elle remarquait que *« ben la valeur, après, c'est hyper subjectif, mais ce que tu vois, avec ton expérience et le fait que tu es tout le temps sur le marché, à un moment donné tu te dis, enfin, t'es capable de savoir si ton BBB, il y a encore de la valeur à l'acheter ou pas. Et là par exemple, tu voyais, ben ça se voyait bien que, que… les A, les* spreads *se resserraient moins, il y avait moins de demande, et par rapport au risque A, on était encore rémunéré, même si ça s'était resserré, c'était pas à tel point que sur les BBB.*

Moi : et ça c'est parce que tu….

Gwenaëlle : parce que t'es… t'es sur le marché tous les jours ! […] *parce que tu sais que… enfin ça, je fais des généralités, mais tu… en étant au quotidien sur le marché, tu vois sur un* trend *de, je sais pas, de un mois, que tous tes BBB se resserrent, se resserrent, se resserrent, que sur les A il y a un peu moins de demande, donc de toute façon sur le A t'est mieux qu'en BBB, de fait, parce que t'as plus de support de crédit*[505] *et tout simplement, le* spread *se réduit moins, en relatif. Tu te dis, bon ben,* a priori *vaut mieux être là, enfin c'est con hein, c'est vraiment du bon sens, vaut mieux être là que d'être sur de la BBB. Et après chacun aussi a ses vues sur le marché quoi. Moi je suis persuadée que le BBB euros*[506] *il va pas forcément se re-élargir, mais qu'il y a pratiquement plus de valeur sur le BBB euros, donc qu'il va pas forcément se re élargir parce qu'il y a beaucoup de demande euh… et je suis persuadée aussi que le AAA va encore se resserrer parce que par contre je pense que le AAA il est sous-évalué aujourd'hui, le AAA c'est du super, du super costaud, et quand ça paye entre 15 et 20, ça pourrait encore se payer entre 10 et 15. Après tu pourrais discuter avec un de mes voisins qui me dira : « non, tu dis n'importe quoi », euh… Ben, généralement, heureusement, le marché a une vue euh… malheureusement ou heureusement, le marché a une vue un peu commune, mais euh… ça c'est des choses que tu euh… franchement, moi ça fait pas longtemps que je suis sur les marchés, mais tu l'as en étant tous les jours et… comme je disais, comme disait mon ami euh… tu te rappelles à la cantine une fois, quand euh… comment il s'appelle, euh… Théodore, il s'est retourné en disant : « ah ! c'est beaucoup de bon sens ! », ben oui, c'est beaucoup de bon sens quand même, au fond, surtout tout ce qui est ces notions… surtout dans un marché qui est euh… où il y a deux grands facteurs, en fait euh… de mouvement, qui sont l'offre et la demande et le crédit. Ben t'as deux facteurs en fait hein ! donc après c'est pas super compliqué, t'as les deux qui on un impact quoi ».*

Gwenaëlle ne considère pas que l'offre et la demande ont une logique spéculative propre. Elle lie l'évolution des *spreads* à une évaluation particulière des fondamentaux (les AAA étant du *« super costaud »*, les A et BBB étant comparés en termes de *« risque »*) et à des contraintes dans les rapports commerciaux entre les gérants et leurs clients, qui pousse les premiers à acheter des BBB en grand nombre. A aucun moment elle n'intègre le rapport entre les *spreads* et la courbe des taux comme le ferait un *trader* ou gérant investissant dans des

[505] Le « support de crédit » désigne toutes les clauses qui protègent le détenteur de la tranche d'un défaut de paiement dans le sous-jacent. Par définition, il est plus élevé pour les tranches mieux notées, qui ne sont affectées qu'une fois que l'ont été les tranches de note inférieure. Par ailleurs, pour les tranches les mieux notées, d'autres « supports » peuvent exister, comme la constitution de fonds de réserve en liquide, à partir du surplus accumulé par le SPV si le sous-jacent se comporte extraordinairement « bien ».

[506] C'est-à-dire les BBB émis en euros.

obligations et des bons d'Etat. Son analyse de l'évolution des *spreads* ne vise qu'à se positionner par rapport aux fondamentaux et aux taux minimum de revenu qu'elle doit tirer des actifs sans explorer des possibilités de spéculation. En même temps, elle développe son analyse à partir d'une relation avec le marché qu'elle considère comme personnelle: le *« bon sens »* qu'elle a développé en étant en contact avec les *brokers* et les données qui circulent sur les ABS.

Le marché des ABS étant de gré à gré, il est défini par les personnes qui y participent dans un réseau de relations où tout le monde ne se connaît pas forcément. A plusieurs reprises, Gwenaëlle et Isabelle insistaient sur leur connaissance du marché en remarquant qu'elles connaissaient la grande majorité de ses acteurs en Europe, du fait de leur ancienneté dans le domaine. Gwenaëlle disait que *« le marché vieillit avec nous »*, en remarquant que la période pendant laquelle elle a appris à connaître la classe d'actifs est celle où cette classe a commencé à exister aussi pour ceux qui étaient ses partenaires à l'époque. Comme Isabelle, elle m'expliquait qu'un bon nombre de ses collègues dans ses anciens emplois étaient aujourd'hui des partenaires directs ou des contacts auprès desquels elle pouvait obtenir des informations et des points de vue, ainsi que la possibilité de changer de travail si l'occasion se présentait. L'ancienneté dans le rapport aux ABS, sur laquelle les deux gérantes basaient leur légitimité dans Acme, auprès des clients et au sein de l'équipe, était aussi l'élément qui était censé, selon elles, leur donner une connaissance du « marché »[507]. Cette connaissance des personnes était organisée autour de la prééminence de la valeur fondamentale et d'une technique d'investissement de *buy and hold*. Elle aurait été différente pour un gérant ayant une approche spéculative de court terme basée sur les prévisions des variations des taux d'intérêt au quotidien, comme celle que pouvait développer Michel[508].

---

[507] Comme l'analyse Penalva Icher pour l'investissement socialement responsable, l'émergence d'un « marché financier » est ici en partie le produit d'un réseau constitué dans le temps autour de rapports professionnels, organisés à un moment donné autour d'un produit particulier. Cf. « Le Rôle des relations de collaboration et d'amitié dans la création d'un nouveau marché financier. L'investissement socialement responsable : l'imposition d'une convention de qualité par des « entrepreneurs institutionnels » », *art. cit.*

[508] De nombreuses analyses en anthropologie et en sociologie des rapports marchands ont mis en évidence que le mot « marché » peut désigner des pratiques très différentes. L'organisation et le nombre de participants au « marché » peuvent donner lieu à des effets très différents dans la formation des prix (cf. Baker, W. E., « Floor trading and crowd dynamics », *art. cit.*). Les marchés de gré à gré, comme celui analysé ici, se rapprochent des relations de réseau. Dans ces cas, l'interconnaissance personnelle est un des facteurs de stabilisation des rôles d'offre et de demande à partir desquels s'établissent des calculs sur la rentabilité de l'échange. (Cf Granovetter, M., « Economic Action and Social Structure : The Problem of Embeddedness », *art. cit.*). En même temps, comme dans de nombreux rapports marchands, la régulation étatique est constitutive des règles pratiques de l'échange (Cf. par exemple, pour un autre « marché », Bourdieu, P., Christin, R., 1990, « La construction du marché. Le champ administratif et la production de la « politique du logement » », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n° 81/82, mars 1990, pp. 65-85). Par ailleurs, les rapports personnels sont aussi le moment d'une pratique de règles d'interaction professionnelles et de civilité pratiquées par tous (Cf. Chantelat, P., Vignal, B., 2002, « L'intermédiation du marché de l'occasion. Echange marchand, confiance et interactions

Les tâches des membres de l'équipe ABS visaient à générer un revenu, « créer de la valeur », à partir d'une connaissance de la valeur fondamentale des ABS. Cette expertise devait permettre au gérant d'établir avec les objets d'investissement un rapport d'*« intuition »*, de *« bon sens »*, basés sur des *« réflexes »* selon la logique du sujet libre évaluateur que j'ai décrite dans la première partie de ce texte. Ce rapport dessinait l'espace des possibles de la participation à l'échange, en organisant celui-ci selon les règles du *buy and hold*, qui définissait des rapports spécifiques à l'évaluation relative et à l'évaluation spéculative, dans l'utilisation des classes de comparaison dans les *process* et dans la place qu'avait la négociation des *spreads* dans la stratégie du groupe. L'expertise de la valeur fondamentale était un des éléments à partir desquels les tâches des personnes observées pratiquaient la figure intentionnelle théorique de l'investisseur comme participant libre de l'échange marchand.

L'organisation des tâches dans l'équipe ABS se faisait de manière hiérarchique autour de deux logiques explicites, qui concernaient à la fois les relations des membres dans l'équipe, dans Acme et avec les clients. Dans ces rapports, les logiques de l'« autonomie » et de la définition de la « valeur fondamentale » légitimaient des hiérarchies en les liant avec les philosophies morales et politiques libérales que j'ai analysées plus haut, selon lesquelles l'échange se justifie comme moment de la constitution d'un sujet « libre ».

L'« équipe » et ses membres devaient être « autonomes », en participant activement à des « projets » d'investissement, faisant preuve d'« initiative », de « créativité » et de « curiosité ». Cette logique d'organisation du travail se retrouve ailleurs que dans la finance et n'était pas unique à l'équipe ABS. Mais dans les cas du travail de gérants de fonds, elle était intégrée par les personnes observées dans l'imaginaire des tâches de la gestion. L'autonomie du gérant était le gage de son rapport personnel et donc responsable par rapport aux fonds qu'il devait investir, c'est-à-dire sa capacité à faire agir, dans des tâches spécifiques, l'instance de l'investisseur libre, seule capable de « créer de la valeur ». L'imaginaire de l'autonomie organisait en partie la légitimité des personnes dans l'équipe et dans Acme, dans

---

sociales », *Sociologie du Travail*, Vol. 44, n° 3, pp. 315-336). Ceci est aussi vrai, comme on l'a vu dans la première partie de ce texte et à nouveau ici, en ce qui concerne les règles de définition de la valeur et de la « qualité » de ce qui est échangé. Comme on le verra dans ce qui suit, les parcours personnels s'inscrivent dans ces règles et sont constitutifs de leur effectivité (Cf. Sciardet, H., 1996 « Commerce, marchés, transactions : une approche ethnographique », *art. cit.*).

les luttes pour les fonds et les commissions. Il s'intégrait au quotidien avec l'imaginaire concernant le rapport entre les personnes et la définition de la valeur financière des actifs.

La légitimité de chaque membre était en partie liée à sa position par rapport à la connaissance de la valeur fondamentale, qui situait chaque tâche dans le cadre de la philosophie politique et morale qui met en rapport la décision d'une instance personnelle, la figure de l'investisseur libre participant à l'échange à partir de son rapport évaluatif avec un objet. Dans sa description de l'évolution des *spreads*, Gwenaëlle semble suivre le raisonnement selon lequel, si la valeur fondamentale dépend essentiellement des qualités intrinsèques de l'objet, ici les prêts bancaires sous-jacents et la manière dont ils sont gérés, cette valeur ne devient mesurable que dans le rapport marchand, les *spreads*, *« très subejctifs »*, correspondant plus ou moins au fondement. Par rapport à cette instabilité, l'approche relative permet de fixer un cadre dans lequel l'approche fondamentale devient plus importante que les évolutions à court terme du marché. Dans ce raisonnement, Gwenaëlle mobilise les concepts qui définissent la participation du sujet à libre selon Adam Smith : un rapport à l'objet personnel, qui ne se réalise complètement que dans l'échange. Ce rapport permet alors de comprendre l'échange lui-même comme une participation à la *« création de valeur »*.

Contrairement au cas décrit par Smith, l'utilisation de la définition de la valeur pour organiser le rapport marchand n'est pas ici le fait d'un sujet souverain, mais la distribution de la réalisation d'une figure intentionnelle dans différentes tâches remplies différemment par plusieurs employés dans des rapports hiérarchiques. Les gérants et leurs assistants, en pratiquant des éléments constitutifs de cette figure dans l'échange d'ABS contre des dollars ou des euros, ne sont pas en train d'augmenter leurs capacités d'action en obtenant quelque chose par le produit de leur travail, des ABS ou l'argent de leurs clients, qu'ils intégreraient dans leur activité productive. L'investisseur libre est distribué dans leurs tâches, dans celles des autres employés de l'entreprise et dans celles des employés de leurs clients. En même temps, la pratique professionnelle quotidienne de l'équipe ABS que j'ai pu observer est en effet en partie légitimée et organisée dans les termes d'une philosophie politique et morale de la « définition » et de la « création » de la « valeur » par un « sujet libre ».

Comme nous le verrons plus bas, les positionnements des membres de l'équipe à ces logiques d'action étaient différentes selon les personnes et les moments. Ils pouvaient s'intégrer dans la définition de soi dans une situation donnée ou être compris comme les règles d'un jeu qui s'imposait dans une situation, sans attaches affectives ou identitaires. Dans tous les cas, ces logiques organisaient et légitimaient en partie la manière dont les membres de

l'équipe distribuaient des ressources à travers les actes d'achat et de vente d'ABS au quotidien. J'analyserai cette distribution à travers un cas particulier dans le chapitre qui suit.

D) La distribution de ressources au quotidien : le cas du CDO Luxor

Pendant mes observations, les gérants de l'équipe ABS avaient cinq milliards d'euros sous gestion, distribués en un fonds et différents CDOs pour divers clients. Leurs tâches de gestion impliquaient des actes d'achat et de vente, par lesquels ils distribuaient les ressources qui leur avaient été confiées à des acteurs divers, distribués à différents endroits du monde, notamment aux Etats-Unis et en Europe. Les ABS et le CDO, comme « objets d'échange », étaient une modalité de distribution de ressources globale selon des règles instituées. J'analyserai ici plus en détail le processus de constitution d'un CDO particulier, dont le nom commercial était « Luxor », ce qui me permettra de décrire de cette distribution de ressources au quotidien.

Selon les logiques décrites dans le chapitre précédent, la gestion des fonds investis dans Luxor étaient un « projet » mené par un gérant de manière « autonome », à partir de son expertise dans la valeur fondamentale. Luxor avait été structuré en partie par Gwenaëlle, qui en avait distingué les règles de diversification par rapport à l'approche fondamentale de la valeur, à partir de laquelle elle avait intégré la valeur relative et la valeur spéculative. Sa participation dans la définition de la stratégie d'investissement et dans la commercialisation du fond constituaient, selon elle, sa « valeur » pour l'équipe (1).

Le CDO avait été en partie structuré par l'équipe de structuration dirigée par Rachel et s'inscrivait, comme les autres projets de la section des dérivés de crédit dirigée par JP, dans une stratégie commerciale au sein d'Acme et à l'extérieur. L'analyse des différents acteurs concernés par la structure du CDO permet de voir qu'il était le produit de la section à un moment de sa trajectoire, dans laquelle l'équipe ABS se positionnait de façon particulière, en termes de capacité d'initiative, d'autonomie et de capacité à percevoir des commissions et distribuer des bonus (2).

La constitution d'un CDO a une temporalité particulière, avec une année et demie de travail intense de la part des structureurs et des gérants, suivies de cinq à sept années d'un travail plus répétitif et demandant moins de temps au quotidien. A l'époque de mes observations, les gérants de l'équipe ABS se situaient à différentes étapes des différents CDOs. Dans le cas du CDO Luxor, Gwenaëlle commençait à entr'apercevoir la fin de l'étape la plus intense, ce qui lui permettait de commencer à songer à de nouveaux projets. Le

quotidien de la distribution des ressources par les actes d'achat de Gwenaëlle était organisé par cette temporalité du « projet » CDO (3).

1) Le CDO comme projet d'un gérant dans une équipe

Gwenaëlle avait été embauchée à la fin de l'année 2002, en partie pour remplacer temporairement Isabelle, qui partait six mois en congé maternité juste à ce moment-là. Gwenaëlle étant elle-même enceinte à l'époque, elle partit à son tour en congé maternité au retour d'Isabelle. Pendant sa première année, Gwenaëlle géra les projets en cours sans en proposer de nouveaux. Pendant son absence, Isabelle reprit son travail de chef d'équipe et commença, avec son manager JP, à chercher de nouveaux investisseurs pour deux nouveaux projets. Le premier, Agora, était un CDO « hybride » semblable aux autres CDOs gérés par l'équipe, dont la partie investie en ABS serait gérée par Bastien. Le deuxième, Luxor, investi uniquement en ABS émis aux Etats-Unis, serait géré par Gwenaëlle à son retour. Fin 2003, cette dernière fut donc chargée de définir les règles d'investissement pour gérer les fonds alloués à l'équipe, sous forme d'un CDO, par des clients trouvés par JP, une Grande Banque Britannique (GBB) et la majeure entreprise d'assurances basée aux Etats-Unis, l'American International Group, Inc. (A.I.G.)[509]. Forte de sa connaissance de la valeur fondamentale des ABS et de la structuration et à partir de son expérience dans la gestion de fonds pendant quelques mois depuis son arrivée dans l'équipe, Gwenaëlle définit une stratégie de *buy and hold* classique. Cette technique consistait à acheter des titres pour longtemps et à calculer les revenus de l'investissement comme une addition des revenus de chacun de ses titres et non, comme dans une approche spéculative, comme le résultat de profits obtenus en achetant et vendant à court terme en fonction de l'évolution des prix.

En entretien, elle présentait la structuration comme le fait de son travail personnel au sein d'une équipe qui comptait sur son autonomie : *« quand je suis revenue, en fait, bon, je suivais, mais pas tellement, parce que moi quand je suis en congé je suis en congé, c'est-à-dire que j'ai l'habitude de pas faire quinze choses à la fois, donc j'avais pas trop suivi, euh… tous les tenants et aboutissants ! Donc je savais effectivement que Luxor était sur les rails et qu'Agora aussi. Agora a commencé en juin* [2003] *et quand je suis rentrée, c'était Bastien qui s'en occupait, voilà, parce que ça avait été décidé comme ça* […] *après avec Isabelle, tu sais,*

[509] Du fait du rôle majeur de cet acteur dans le domaine de la structuration et de son poids dans les évolutions récentes, cacher son nom serait contre-productif à la compréhension des enjeux. J'ai donc décidé de ne pas le faire, d'autant plus que sa présence dans un très grande majorité de contrats permet de brouiller quelque peu l'identité des acteurs d'Acme, qui n'étaient pas des clients privilégiés de l'entreprise d'assurances.

Isabelle et moi c'est quand même plutôt le management participatif, donc si tu veux, on fait en sorte que chacun, euh… fait ce qu'il a envie de faire, sans trop de contrainte et moi de toute façon ça me plaisait beaucoup de travailler sur les US, parce que j'ai quand même bientôt dix ans d'expérience, beaucoup sur l'euro, pas beaucoup sur les US. Donc ben c'est sympa de faire autre chose, donc faire de l'US, ça me plaisait bien. Donc moi quand je suis rentrée, en fait donc, Agora était sur les rails, Luxor ça avait été décalé parce que justement il y avait des choses qui s'étaient passées avant, pas forcément chez nous, mais de la structuration, donc JP avait fait en sorte que tout ça soit repoussé, donc jusqu'à Noël ça a été assez cool, parce que j'ai aidé à [acheter] *pour Agora tranquillou euh… bon voilà, je me suis remise dans le bain. Et à partir de décembre* [2003]*, j'ai commencé à faire mon portefeuille modèle pour Luxor…*

Moi : et donc le portefeuille modèle c'est toi qui le faisais ?

Gwenaëlle : ouais ! ben j'avais une feuille de route, parce que l'avantage avec les CDOs, par rapport à un fonds, ben dans un fonds t'as un client qui te dit je veux du A à tant quoi, il faut que ça rapporte, tu te mets d'accord sur un total return*, Euribor + quelque chose, et après t'es un peu libre de faire ce que tu veux quoi. Dans un CDO, l'avantage et le désavantage c'est que tu es contraint par la structure. Là c'était décidé avec A.I.G.,* […] *avec certaines règles de répartition par types d'actif, euh… d'exposition par nom, enfin tu vois, A.I.G. avait certains euh…* […] *ils avaient leur truc, donc avec JP et Isabelle on a essayé de départager tout, avec des amendements…*

Moi : mais JP n'est pas très calé en ABS ?

Gwenaëlle : non mais, euh… c'est des choses qui sont, enfin, on vérifiait les points importants avec Isabelle, mais l'un dans l'autre après ça tombe sous le sens, c'est de faire des expositions maximum de 2% par nom, donc que ça soit de l'ABS ou autre chose, tu vois […] *Donc les règles se sont surtout discutées avec JP au départ, ensuite se sont rajoutées certaines règles de fonctionnement d'un CDO du fait de la notation par les agences, donc t'as des règles à respecter, qui est le… le Moody's* rating factor[510]*,* […] *un certain niveau de* spread*,* […] *enfin, t'as tout un cadre qui fait qu'après tu prends tous ces éléments-là et tu essaies de bâtir ton portefeuille modèle en fonction, ben, de l'offre du marché, de ta vue crédit et des* spreads…

Moi : ça vous l'avez fait avec Rachel ?

[510] Une note chiffrée qui correspond à une note de crédit, à partir de données qualitatives et quantitatives de l'ensemble de la transaction. Pour Luxor comme ensemble, le *weighted average Moody's rating factor (WARF)* était de 23, ce qui correspondait à une note AA.

Gwenaëlle : non, moi je l'ai fait toute seule ! enfin, toute seule, après, euh… c'est vraiment des processus d'aller-retour, ça dure un mois, donc tu balances ton portefeuille et après ça se discute entre euh… Rachel, mais surtout GBB[511] *en fait, on a discuté du niveau des* spreads*,* […] *moi j'avais des marchés que je ne connaissais pas très bien, tu vois, parce que j'avais pas fait beaucoup de US* […]*, donc ils m'ont donné un peu des idées. Donc voilà, on a euh… moi je suis partie, vraiment, je suis assez terre-à-terre pour ça, je suis partie des* spreads *des dernières émissions de toutes les classes d'actifs sur lesquelles je pensais vraiment pouvoir investir, et puis après j'ai fait un mixte de tout ça euh… avec un* target *de* spread *qui était au moins de 50, mais allez, entre 53 et 55*[512]*, une certaine diversité, une répartition par* rating*, et ben au bout du compte t'arrives à un truc… donc tu te dis, est-ce que je mets 10% de CDOs ou 5% de CDOs, est-ce que le Resi B&C*[513]*, j'en mets 40%, ou 45, enfin bon…* […] *le but, enfin nous, notre façon de gérer, c'est vraiment ça notre marque, on n'aime pas être au taquet, on est des gens, euh… effectivement, on a une stratégie plutôt défensive et on veut toujours avoir du mou dans les structures, enfin, l'idée c'est de trouver une structure qui nous permet d'avoir du mou, de ne pas chercher le* spread *pour le* spread *».*

Le projet est présenté comme le résultat d'une négociation entre la hiérarchie de l'équipe et des clients, à partir de laquelle le gérant développe son savoir-faire et organise la stratégie d'investissement de manière à pouvoir appliquer son expertise selon ses propres règles, sans *« être au taquet »* en dépendant au quotidien de la variation des *spreads*. La diversification dans le fonds est considérée comme une évidence professionnelle, qui ne dépend pas de l'actif considéré. Les règles d'investissement, négociées avec les clients initiaux du projet, étaient établies dans le contrat qui définissait le CDO auquel j'ai eu accès[514], en termes de seuils de pondération à ne pas dépasser pour les classes qui définissent la valeur relative des ABS et Gwenaëlle évoque rapidement en entretien. On peut y lire dans un tableau avec une trentaine d'entrées détaillant des seuils qu'il fallait, une fois que le fonds serait constitué, qu'il y ait plus de cinquante titres, avec au maximum 40% notés en dessous de AAA et 10% notés en dessous de AA. Les RMBS[515] ne devaient pas excéder 65% du

[511] Grande Banque Britanique, le deuxième grand client du fonds, dont je parlerai plus bas.
[512] La transaction était structurée pour fournir un revenu de Libor US$ à trois mois + 50 bp, voire un peu plus, pour donner plus de marges au gérant pour acheter des ABS qui seraient un peu moins rentables que prévu.
[513] Type d'ABS dont le sous-jacent est constitué de prêts immobiliers.
[514] Ce contrat était celui qui était présenté aux acheteurs potentiels des tranches du CDO. Il décrivait de manière succinte les rapports avec les autres acteurs de la transaction et était accessible à tous les membres de l'équipe dans une base de données commune.
[515] Residential Mortagage Backed Securities, des ABS dont le collatéral est constitué de dettes pour l'achat d'immobilier par des particuliers pour leur propre usage. Ces titres constituaient à l'époque, selon les calculs de l'équipe, autour de 60% des émissions aux Etats-Unis.

portefeuille ni constituer moins de 30%, il devait y avoir un minimum de 15% des fonds investis en titres dont le sous-jacent ne seraient pas des prêts immobiliers, les titres dont le sous-jacent seraient des dettes pour l'achat de voitures ne pourraient pas constituer plus de 30% du portefeuille et ainsi de suite. Gwenaëlle avait aussi un tableau où étaient consignés les *spreads* limites qu'elle pouvait accepter de payer tout en restant à l'intérieur des contraintes de la structure du fonds. Ainsi, par exemple, pour les RMBS B&C, les tranches notées AAA devaient payer 45 bp au-dessus du Libor en dollars US à trois mois, les tranches AA 55 bp, les tranches A 105 bp et les tranches BBB 200 bp. Gwenaëlle remarquait qu'elle s'était donnée *« du mou dans la structure »*, c'est-à-dire une certaine marge pour réussir à remplir les critères de revenu promis aux clients en cas de baisse des *spreads*, ce qui était le cas à l'époque de mes observations. Cette stratégie supposait de ne pas promettre un revenu trop élevé, qui ne pourrait probablement pas être fourni, une attitude considérée comme *« défensive »*, c'est-à-dire qui est censée résister à des variations défavorables de la conjoncture.

Gwenaëlle s'est laissée aller à dire qu'elle a structuré le CDO *« toute seule »*, mais s'est reprise immédiatement et a rappelé les autres acteurs fondamentaux dans la constitution du contrat : les clients, l'équipe de structuration dirigée par Rachel, sa chef directe, Isabelle et JP, le manager de la section des produits dérivés. En affirmant être la seule responsable de la stratégie du projet, Gwenaëlle s'inscrivait dans la figure du gérant indépendant qui définit librement, par rapport au « marché », sa stratégie d'investissement. En même temps, son insistance sur l'importance de son « apport » se comprend aussi dans les négociations autour de la distribution de commissions entre tous ces acteurs, qui a lieu à travers la distribution de ressources qu'organise le contrat de CDO.

2) La distribution de ressources selon les termes du contrat du CDO

La structure juridique du CDO est semblable à celle d'un ABS. Il s'agit d'un SPV qui émet des titres de dette et s'engage à les rembourser avec les revenus des actifs sous-jacents dont il est propriétaire. Ce dispositif répondait, dans le cas de l'équipe ABS et de leur manager JP, à une stratégie commerciale au sein d'Acme, consistant à chercher de nouveaux partenaires commerciaux pour renforcer son indépendance et son contrôle des commissions et des bonus. L'équipe de gérants et les autres acteurs étaient impliqués dans le CDO selon des intérêts financiers variés qui organisaient la distribution de ressources qui résultait de la gestion quotidienne du sous-jacent.

Les acteurs du CDO

Le CDO Luxor définissait des droits et des devoirs différents pour différents acteurs, dans des termes considérés comme typiques, que l'équipe de structuration avait repris d'un CDO antérieur, établi avec une banque basée aux Etats-Unis. A l'époque de la structuration, les ABS AAA n'avaient pratiquement pas connu de *downgrade* et étaient considérés comme un investissement *« sûr »*. La structure du CDO visait à rendre possible l'investissement dans ces titres tout en évitant de payer des impôts. Le CDO était constitué de deux SPV basés dans les paradis fiscaux des îles britanniques de Jersey et de l'Etat américain de Delaware.

La GBB fournissait les 1,5 milliards de dollars US avec lesquels l'équipe ABS, c'est-à-dire ici Gwenaëlle, achetait les titres. La participation à cet investissement était offerte à deux types de clients. D'une part, une entreprise d'assurance, A.I.G., partageait avec la GBB l'investissement sur 90% des fonds (1,35 milliards de dollars US), investis dans les titres les mieux cotées (AAA et AA). D'autre part, 10%, investis dans des ABS notés de AAA à BBB, étaient structurés en quatre tranches, notées par Moody's et Standard and Poor's : une tranche de 78 millions notée AAA, une de 40,5 millions notée AA, une de 18 millions notée BBB et une de 13,5 millions sans notation. Ces tranches étaient vendues aux clients traditionnels d'Acme, notamment des entreprises d'assurance françaises. En cas de défaut de paiement des ABS achetés par Gwenaëlle, le détenteur de la tranche non-notée, dite *« subordonnée »*, était le premier à ne plus recevoir de revenus. Si les défauts de paiement s'étendaient encore, les pertes étaient ensuite pour le détenteur de la tranche notée BBB et ainsi de suite. Les défauts de paiement affectaient le 10% vendu en tranches avant d'atteindre le 90% dans lequel avait investi A.I.G.

Pour les clients traditionnels d'Acme, l'intérêt d'investir dans les tranches du CDO était d'accéder aux revenus produits par des ABS, ce qui entrait dans la stratégie de diversification des investissements de l'allocation, tout en détenant un titre qui pourrait éventuellement être revendu à une autre institution financière, sans avoir à renégocier le contrat avec Acme.

La même logique s'appliquait pour A.I.G., mais le contrat revêtait une forme différente. Au lieu d'acheter une tranche dont elle serait propriétaire, A.I.G. signait un contrat d'échange, un *swap*[516], avec Luxor. Selon ce contrat, A.I.G. recevait chaque trimestre un revenu défini au début du contrat à Libor US$ trois mois + 10, provenant des ABS les mieux

[516] La traduction littérale de ce mot anglais est « échange ».

notés achetés par Gwenaëlle avec les fonds de GBB. En échange, A.I.G. s'engageait à fournir en liquide la valeur nominale initiale de ces titres-là, en cas de défaut de paiement et donc de leur perte de valeur du fait de leur *downgrade*. Ainsi, A.I.G. recevait un revenu et s'engageait à couvrir les pertes éventuelles dues à l'investissement. Mais ce contrat était considéré comme un échange entre biens équivalents du point de vue juridique, et n'entrait pas dans les déclarations fiscales d'A.I.G., ce qui était le but de l'opération, comme c'est le cas avec de nombreux *swaps*. Cette sorte de *swap*, assez classique pour ce type d'opérations, était connue sous le nom de *credit default swap*[517] (CDS). Il fonctionnait comme si Luxor payait une police d'assurance à A.I.G., qui lui garantissait la valeur nominale de 90% de l'investissement. Cette assurance ne concernait pas l'investissement dans son ensemble, mais chaque titre acheté par Gwenaëlle.

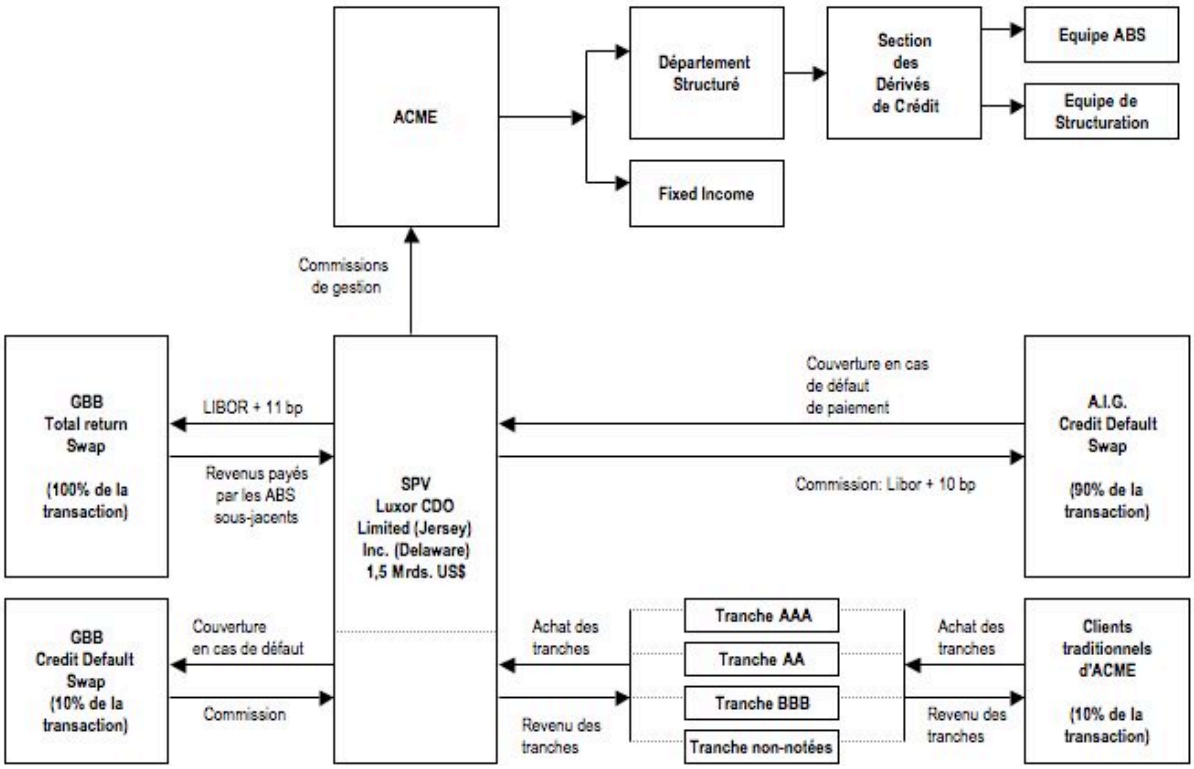
La participation de la GBB à la transaction en faisait un investisseur qui fournissait les fonds et bénéficiait d'une protection contre les défauts de paiement grâce à la participation des autres investisseurs. Le rapport entre la GBB et Luxor était lui aussi défini par des *swaps* qui permettaient de déclarer des revenus comme des échanges de biens équivalents. La GBB fournissait tous les fonds pour l'achat des titres par Gwenaëlle. La banque demeurait propriétaire des titres. Le contrat entre la GBB et Luxor était un *swap* par lequel la GBB versait à Luxor les revenus payés par les ABS, et Luxor versait à la GBB un revenu de Libor US$ à trois mois + 11 bp fixé au début du contrat. Ce contrat, typique pour ces transactions, était connu sous le nom de *total return swap*[518]. Pour les 90% des titres les mieux notés, la GBB bénéficiait du *credit default swap* signé avec A.I.G. Si ces titres étaient touchés par des défauts, les paiements d'A.I.G. à Luxor seraient reversés à la GBB. Pour les 10% les moins bien notés, utilisés comme collatéral pour les tranches vendues par le CDO aux assurances françaises, la GBB signait un *credit default swap* en sens inverse de celui qui avait été signé avec A.I.G. Les titres sous-jacents de ces notes étaient déjà achetés avec les fonds de la GBB. Si ces ABS détenus par la GBB faisaient défaut, celle-ci les cédait à Luxor contre leur valeur nominale en liquide, que Luxor payait avec les fonds retirés de la vente des tranches de CDO. Ainsi, en cas de défaut de paiement des ABS moins bien notés, ceux-ci étaient transférés de la GBB à Luxor. Les pertes étaient pour les détenteurs des tranches de CDO et non pour la GBB. De cette manière, la GBB avait une couverture de la partie la moins bien notée de son investissement, constituant 10% des 1,5 milliards de dollars US totaux. En cas de défaut de paiement, la GBB recevrait d'abord en liquide la valeur initiale des titres moins bien notés. Si

[517] « *Swap* pour un défaut de paiment ».
[518] « *Swap* de revenu en absolu ».

le défaut de paiement s'étendait aux titres mieux notés, la GBB recevrait les paiements d'A.I.G. selon les termes du CDS signé entre A.I.G. et Luxor.

Comme le récapitule le tableau 1, le CDO distribuait ainsi des flux à différents acteurs avec des termes différents. La GBB faisait un investissement de 1,5 milliards de dollars US dans des ABS et en retirait Libor US$ à trois mois + 16,5 millions par an. Elle couvrait le risque de défaut de paiement grâce à la participation d'A.I.G. et des acheteurs des tranches de CDO. A.I.G. recevait un revenu à partir d'un investissement en ABS, fixé à Libor US$ à trois mois + 15 millions par an, sans acheter les titres ni des tranches de CDO, mais en risquant d'avoir à couvrir des pertes qui étaient considérées peu probables à l'époque. Les acheteurs des tranches de CDO avaient des revenus plus élevés que les autres acteurs, mais étaient aussi les premiers à essuyer des pertes en cas de défaut de paiement du sous-jacent. La tranche AAA du CDO payait ainsi Libor US$ trois mois + 30 bp[519]. Ces investisseurs assuraient en partie l'investissement de la GBB et d'A.I.G., tout en en tirant des revenus supérieurs.

Structure du CDO Luxor



[519] Pour l'ensemble de la tranche de 78 millions de dollars US, 30 bp représentent 234 000 dollars US.

L'équipe ABS était chargée de choisir les ABS dans lesquels étaient investis les fonds. L'équipe de structuration d'Acme travaillait avec des structureurs de la GBB, qui étaient partenaires dans l'opération. La structure du CDO distribuait ainsi des fonds provenant d'une banque basée au Royaume-Uni, la GBB, d'une entreprise d'assurances basée aux Etats-Unis, l'A.I.G. et d'entreprises d'assurances basées en France, les clients traditionnels d'Acme, à des émetteurs d'ABS basés aux Etats-Unis. L'observation de cette structure à partir des activités de l'équipe ABS ne m'a pas permis de comprendre tous les enjeux dans chacune des entreprises participant à l'opération. Les revenus perçus par chacune s'inscrivaient dans leurs stratégies d'investissement, en lien avec leurs autres activités commerciales. Ils étaient distribués par exemple en couvrant des évènements pour les entreprises d'assurance, ou en dégageant des liquidités pour fournir des crédits, dans le cas de la GBB. Ils permettaient aussi de dégager des revenus pour ces entreprises, distribués aux différents niveaux de leurs hiérarchies, depuis les dividendes payés à leurs actionnaires jusqu'aux salaires des équipes fixes de *back* et *middle* office, en passant par les salaires et les bonus importants payés, par exemple, aux structureurs, qui pouvaient atteindre, selon les personnes observées, près d'un million d'euros par an pour chaque spécialiste. L'observation à Acme m'a permis par contre de comprendre une partie des enjeux qui ont contribué à la constitution de ce CDO.

Les enjeux du CDO à Acme

En entretien, Gwenaëlle m'expliquait que l'équipe ABS ne retirait pas un revenu très élevé de la transaction. Les 4 bp annuels reçus par Acme, c'est-à-dire 600 000 dollars US$, permettaient uniquement de *« couvrir les coûts »*. Selon le contrat du CDO, si l'investissement en ABS permettait de payer les détenteurs des tranches et les autres acteurs comme prévu, sans défaut de paiement, et qu'il restait un résidu, celui-ci serait distribué entre l'équipe de gestion et la GBB. Mais cette éventualité ne se produirait qu'après les sept années que durait le contrat. Entre-temps, Gwenaëlle aurait développé de nouveaux projets qui donneraient lieu à de nouvelles commissions qui s'accumuleraient avec celles de Luxor et des CDOs structurés auparavant. Le but de l'opération Luxor n'était pas de générer des revenus élevés immédiatement pour l'équipe, mais de s'ouvrir à de nouveaux marchés : *« L'idée aussi, c'est de continuer à être actifs sur le marché. C'est hyper important, même si je dis, moi « beuh, Luxor, ouf ! », c'est hyper important de continuer à être actifs, de continuer à avoir la capacité à investir, ça c'est primordial pour continuer à avoir euh… ben à avoir la place qu'on a vis-à-vis des banques, des allocs, etc., c'est hyper important de tenir l'activité. Ça veut dire que pour ça, il faut euh… parce que Luxor, tu sais, ça a été fait essentiellement*

pour ça, c'est pour asseoir notre position aux Etats-Unis. Parce qu'on n'est pas payés là-dessus, hein, on est payé quatre points de base, par an, donc c'est pas ça qui va nous faire notre rentabilité… Ben parce que tout le monde a accepté de réduire ses fees*, parce que hé ! GBB, ils gagnent pas grand-chose, nous on gagne pas grand-chose, donc ça fait une structure très efficiente, mais euh… mais euh… donc la logique c'était quand même de dire….*

Moi : mais vous couvrez les coûts quand-même ?!

Gwenaëlle : oui, parce que quand-même, un milliard cinq, on couvre les coûts, mais c'est pas quelque chose qui est rentable. C'est-à-dire, on aurait pu faire la même chose dans un mutual fund*, et dans un* mutual fund *en moyenne on est payé quinze points de base*[520]*.* […] *On le fait parce que avoir un CDO aux US, sous cette forme-là, ça nous correspond, et puis aussi, c'est par ce biais là qu'on peut avoir un milliard cinq à investir. On n'aurait jamais levé un milliard cinq de dollar par un* mutual fund*, parce qu'un* mutual fund *c'est plutôt destiné aujourd'hui aux compagnies d'assurance. Et les compagnies d'assurance ne sont pas dans la logique d'investir un milliard cinq en ABS des US, donc voilà, donc ça veut dire qu'il faut passer par le CDO ».*

Le CDO permettait à la section des dérivés de crédit d'investir massivement en ABS et de se donner une visibilité auprès de clients potentiels aux Etats-Unis, sans attendre que l'Allocation à Acme leur donne les fonds provenant des compagnies d'assurance, les clients traditionnels de l'entreprise. Pour GBB, à l'époque, selon Gwenaëlle, l'intérêt commercial était similaire. En tant que partenaires de la structuration et *brokers* du CDO, ils pouvaient aller démarcher des institutions basées aux Etats-Unis et établir des contacts pour de prochains contrats, avec de nouveaux fonds à investir, provenant cette fois-ci de nouvelles sources. Pour la section des dérivés de crédit, ceci lui permettait de s'autonomiser par rapport à Acme, en réussissant à s'intégrer dans des rapports commerciaux à partir des contacts de son manager, JP. Faire un CDO uniquement investi en ABS, comme Luxor, était aussi une manière pour l'équipe ABS de poser des bases pour s'autonomiser par rapport au département Fixed Income. Les CDOs précédents avaient des sous-jacents mixtes, contenant des ABS, des obligations et des titres de crédit divers. Alors que la partie ABS était gérée par l'équipe ABS, les autres parties étaient gérées par des équipes du Fixed Income. Dans le cas de Luxor, le Fixed Income recevait encore une partie des commissions de gestion, mais plus faible, du fait que la seule équipe de gestion concernée était l'équipe ABS et que le fonds était géré par Gwenaëlle et non par Michel.

[520] C'est-à-dire, pour une transaction de 1,5 milliards de dollars US, une commission de 2,25 millions de dollars annuels.

La montée en puissance de l'équipe ABS dans la gestion de Luxor était aussi un enjeu au sein de la section dirigée par JP. Dans cette section, une équipe s'occupait d'investir en CDOs émis aux Etats-Unis. Ces CDOs étaient intégrés au sous-jacent des CDOs émis par Acme. Dans le cas de Luxor, cette équipe avait été mise à l'écart[521], comme les équipes de gestion du Fixed Income. Ceci mettait sur un même pied d'égalité l'équipe ABS, dirigée par Isabelle et l'équipe de structuration, dirigée par Rachel. Dans les anciens CDOs, l'équipe de structuration était la seule à avoir une vue d'ensemble des règles d'investissement et dirigeait de fait la gestion par toutes les équipes. Dans le cas de Luxor, par contre, l'équipe ABS gérait la gestion quotidienne de la structure toute seule. Le fait que Gwenaëlle et Isabelle avaient par ailleurs travaillé dans la structuration auparavant renforçait la perte de pouvoir de l'équipe de structuration.

Cette tension concernait en partie la distribution des bonus. Fabrice, deuxième responsable dans l'équipe de structuration dirigée par Rachel, avait travaillé avec Nicole et JP avant la constitution de la section des dérivés de crédit. Du fait de ses rapports de longue date avec ces responsables hiérarchiques, il connaissait de première main ces conflits entre départements et sections. Après avoir exprimé ses réticences, il accéda à m'en dire quelques détails en entretien. Il m'expliquait que la distribution de bonus était souvent un moment problématique, du fait qu'il n'y avait pas de calcul *a priori* sur les responsabilités de chaque équipe dans la structuration et la gestion du CDO, un thème dont les autres personnes ne semblaient pas être très prêtes à me parler : *« La banque structure elle-même, dans le sens où c'est elle qui prend la responsabilité de l'arrangement. C'est elle qui fait le* fronting *avec les agences de notation, etc., c'est elle qui fait tourner les scénarios*[522]*. Nous on est là pour dire : « faites ci, faites ça ». Bon, c'est assez atypique chez un* asset manager[523] *de fonds d'avoir une équipe de structuration. Généralement t'as l'*asset manager *et le structureur c'est la banque qui travaille pour l'*assez manager*, qui va l'arranger, le co-placer*[524]*, etc.* […] *la banque est payée pour ça* […] *Tu vois, en marketing, d'Acme, il y a toujours généralement un structureur et un gérant, par exemple pour Luxor et ben ça sera Isabelle ou Gwenaëlle et puis Rachel, ou moi je vais peut-être y aller apparemment, et il y a quelqu'un aussi de la banque arrangeuse, c'est-à-dire un structureur et éventuellement un* servicer*. Et JP, bien sûr ! qui fait tout le temps le* marketing*.* […] *tu sais lui, il est tout le temps en marketing en fait. Et puis des*

[521] En fait, dans un compromis entre équipes, elle avait sous gestion le 10% des fonds et avait donc participé de manière moins fondamentale à la définition du *process* d'investissement.
[522] C'est-à-dire faire les calculs avec les différents scénarios possibles concernant les défauts de paiment des sous-jacents dans le futur.
[523] « Gérant de fonds ».
[524] C'est-à-dire participer au marketing.

fois, tu sais, t'as des clients, même si c'est nous qui faisons le boulot derrière, ils veulent voir le grand chef. Donc c'est lui euh… et puis c'est vrai qu'il est super vendeur, il est super bon, même s'il ne connaît pas bien tous les détails il va vendre super bien le truc quoi. Donc notre rôle c'est, la structuration, régler tous les problèmes en interne et en externe. […] *Tout le monde est assez tendu, t'as des gens qui sont plus honnêtes que d'autres et qui fait que… t'en sais rien hein, il faut toujours régler des problèmes en interne et en externe, c'est vrai que c'est pas évident tous les jours, parce que tu te bats avec la banque, parce qu'elle veut t'entuber sur des* fees*, etc., c'est de grands filous et puis, en interne, il faut gérer le* timing*, chacun a sa personnalité et euh… non c'est vrai ! et que forcément, tu demandes des choses, pour l'intérêt du* deal *et du gérant, et… c'est comme ça avec toutes les équipes hein !* […] *c'est la vie d'entreprise…* […] *en fait t'as des* fees *de structuration et des* fees *de gestion. Bon alors après, c'est euh… les* fees *de structuration c'est structuré pour être des* fees *de gestion pour des contraintes fiscales, mais en gros l'idée c'est ça. Donc par exemple les* fees *de structuration on les partage entre les gérants et nous et les* fees *de gestion pareil. Et puis après tout ce qui est* recharging[525] *pour les équipes support, etc., c'est un* imbroglio *énorme quoi* […] *Ce qui se passe, c'est qu'il y a pas vraiment de formule…. Alors l'année dernière, la formule, c'était on prenait nos revenus, mais je te parle pas équipe par équipe, c'est le pôle JP, euh… c'est nos revenus, moins nos coûts directs, moins deux fois nos coûts indirects, on fait une estimation sur tout le* recharging *des équipes support, donc moins trois fois nos coûts et après il y a un* bonus pool[526]*. Alors cette année il y a des discussions pour que ce soit équipe par équipe, mais ça va être mutualisé, ça va pas être mutualisé, je ne sais pas, c'est un* imbroglio *énorme. A la fin, de toute façon, tu ne sais pas comment ça va être calculé* […] *de toute façon c'est JP qui décide pour tout le monde* […] *C'est JP qui décide. Rachel elle a son mot à dire, hein, si elle dit : « machin, il mérite un bonus », JP va l'écouter, mais généralement c'est JP qui s'occupe de ça pour tout le monde quoi* […] *c'est pour ça que généralement euh… j'avais sa parole que ça se passerait bien pour moi ça s'est bien passé ! donc là-dessus, il est assez* fair[527]*. Bon, c'est vrai que des fois il s'emporte un peu, il promet trop, il fait parler… mais généralement il est* fair*, je pense que, euh… enfin, je ne sais pas si t'as parlé à d'autres personnes, mais c'est aussi assez euh… hétérogène quoi. S'il pense que quelqu'un fait du bon boulot il va le payer, mais* […] *tu vois, par exemple, Sophie qui est junior et Bruno qui est junior, je pense que Bruno est beaucoup mieux payé que Sophie, mais*

[525] « Rechargement », comme on « recharge des batteries ».
[526] Un fonds commun pour les bonus de toutes les parties prenantes.
[527] « Juste » ou « équitable ».

bon, Bruno n'a pas pour nous la même valeur ajoutée que Sophie… non mais, quelqu'un que tu vois, dans deux ans il sera super bon, il lui manque que l'expérience, il est intelligent, puis enfin, ça, ça se voit quoi ».

La distribution des commissions sous forme de salaires et de bonus entre les équipes à partir d'un CDO comme Luxor se fait, comme on le voit dans le discours de Fabrice, selon la logique de la légitimité de la « valeur » ajoutée par chaque personne à ce projet en particulier. L'insistance de Gwenaëlle sur le fait qu'elle a structuré l'investissement *« toute seule »*, comme l'espoir de Fabrice de pouvoir participer au marketing de la transaction, s'inscrivent dans cette logique. En entretien, Gwenaëlle mettait en lien direct sa participation au projet de Luxor avec son bonus : « *là tout ce que j'espère c'est d'avoir un bonus en fin d'année bien plus élevé parce que justement je considère que ce que j'ai fait sur Luxor euh… c'est pas tellement, moi je le vois pas tellement par rapport à ce que j'en ai chié, ou par rapport au temps que j'ai passé, c'est pas le problème, c'est-à-dire que j'aurai pu y passer quinze fois plus de temps et y avoir mois contribué, mais je considère que ce que j'ai contribué pour Luxor, ben ça vaut plus que ce que j'ai eu cette année en bonus. Parce que j'ai fait un portefeuille modèle, parce que j'ai rempli le machin dans de bonnes conditions, parce que l'environnement n'était pas facile en termes de* spread*, donc voilà, j'a apporté ce que je devais apporter sur le truc. Donc on verra l'année prochaine ! ».* La « valeur » est « personnelle », ce qui permet de distinguer chaque employé, par les montants et les évolutions du bonus, mais aussi par le respect de l'expertise, comme on le voit dans le cas de Sophie et Bruno évoqué par Fabrice, ce que l'on retrouvait dans la manière dont Thibaud organisait dans le discours les limites de ses possibles au sein de l'équipe ABS, telle que je l'ai décrite dans le chapitre précédent. Ceci peut donner lieu à des situations plus ou moins conflictuelles et à des légitimités différentes, qu'on peut voir dans la manière dont Isabelle considère que les bonus des membres de son équipe sont négociés par elle, alors que Fabrice insiste sur le fait que la chef de son équipe, Rachel, ne décide pas d'un bonus qu'il a lui-même négocié avec JP. En même temps, ces conflits qui stabilisent la légitimité hiérarchisée de chaque employé peuvent donner lieu à des rapports amicaux, comme entre Gwenaëlle et Isabelle, ou plus intimes. Peu de temps après mon départ, Bruno, employé par l'équipe de structuration et Sophie, employée par l'équipe investissant dans des CDOs, ont formé un couple et sont allés vivre sous le même toit.

La logique de l'autonomie et de l'expertise organisait la manière dont les commissions étaient distribuées entre les employés au sein des équipes de structuration et de gestion et entre le Département Structuré et le département de Fixed Income au sein d'Acme.

L'expertise dans l'évaluation fondamentale des ABS était le premier argument mis en avant dans les présentations d'Acme autour de ce projet. Le contrat de CDO présenté aux potentiels acheteurs des tranches, et qui allait être présenté aux possibles clients de futurs contrats aux Etats-Unis, contenait une présentation historique des activités de structuration et d'investissement en ABS dans laquelle le grand nombre de CDOs structurés et le haut montant de fonds investis en ABS faisaient de l'entreprise une *« leader »* dans le domaine, organisé autour de *« petites équipes spécialisées »*.Les *« professionnels senior spécialisés, provenant des différents domaines de l'univers de la titrisation (structureurs, agences de notation, activité bancaire, etc.) »* dédiant *« 80% de leur temps à l'analyse d'ABS »* répondaient à la *« déclaration de mission »* du Département Structuré : *« étendre l'offre de produits d'Acme en fournissant des solutions financières innovantes qui répondent aux besoins du client »*.

Le CDO Luxor est le produit d'une série de contrats entre institutions financières qui distribuent des ressources monétaires en distinguant des droits, des devoirs et des temporalités de paiement différentes. La distribution est négociée par des employés qui se positionnent aussi différemment, au sein de chaque entreprise, dans une distribution de ressources à travers la distribution de commissions sous forme de salaires et de bonus. Dans le CDO analysé ici, des ressources monétaires provenant des entreprises d'assurance françaises et américaines[528] et d'une grande banque britannique, sont mobilisées pour financer des prêts immobiliers aux Etats-Unis, dont les remboursements financent en retour ces institutions. Le CDO établit des rapports de crédit entre des personnes qui, à titre particulier ou comme employés, payent des polices d'assurance, utilisent des services bancaires, prennent des prêts immobiliers et participent comme employés aux activités des entreprises qui gèrent ces rapports, en en percevant des salaires et des bonus. Il s'agit, dans l'optique de Mauss, d'un objet à travers lequel sont établis des rapports sociaux selon des règles instituées, cognitives, procédurales et légitimantes, à travers lesquelles sont définis des droits, des devoirs et des modalités d'une distribution de ressources. L'investissement selon les termes d'un CDO a une temporalité particulière, que j'ai pu observer dans les pratiques des membres de l'équipe ABS. Au niveau de cette équipe, la temporalité de la distribution de ressources était celle du « projet ».

3) La distribution globale de ressources monétaires et la temporalité du « projet »

[528] L'entreprise d'assurance A.I.G. n'engage pas de fonds au début de la transaction comme investisseur. Cependant, en dehors des frais de fonctionnement induits par sa participation à la transaction, elle doit prévoir des réserves pour le cas où elle devrait honorer le CDS.

La mise en place des contrats qui font le CDO Luxor et leur application en achetant des ABS et en distribuant leurs revenus aux différentes parties prenantes ont des temporalités spécifiques, considérées comme régulières pour ce type de transaction. Elles organisent les pratiques quotidiennes des personnes qui y ont part dans les différentes étapes, avec leurs spécialisations et leurs niveaux hiérarchiques différents. La distribution de ressources monétaires à travers un CDO est organisée par ces temporalités, pratiquées au quotidien comme « projet ».

Les étapes du CDO Luxor dans les pratiques de l'équipe ABS

L'investissement dans le cadre d'un CDO se fait, du point de vue des gérants, en cinq étapes distinctes. Pendant la première, il s'agit de négocier les montants des commissions, les assurances et autres droits et devoirs avec les deux partenaires principaux, dans ce cas la GBB et A.I.G. Dans le cas de Luxor et, en général, de l'équipe ABS, ceci était fait par leur manager et l'équipe de structuration. Gwenaëlle avait passé un mois à définir le *process* d'investissement, mais remarquait qu'elle ne s'intéressait pas à l'arrangement commercial qui rendait possible le CDO, même si elle avait eu une expérience de structuration pendant deux ans dans son emploi précédent. Elle définissait sa participation dans le projet à partir de sa spécialisation dans l'évaluation fondamentale des ABS, qui y faisait sa valeur : *« Moi je m'en fiche d'aller faire un CDO, c'est pas mon problème, je suis gérant ! je suis là pour gérer des portefeuilles. Alors je trouve les meilleurs supports possibles. Mais que ce soit un fonds ou un CDO ou quoi que ce soit, euh… moi peu m'importe, à partir du moment où ça rentre dans mon épure de gestion et que, ben, je suis rémunérée d'une certaine façon, bon ».*

Après cette négociation qui peut durer, comme le remarque Gwenaëlle pour Luxor, plusieurs mois, un premier contrat est signé entre la banque et l'entreprise de gestion. Ce contrat, appelé un *warehouse agreement*[529], définit la diversification et les caractéristiques du sous-jacent. Dans le cas de Luxor, ce contrat signé avec la GBB en accord avec l'A.I.G. organisait l'activité de Gwenaëlle pendant six mois, durant lesquels elle devait investir près des deux tiers des fonds dans des ABS, c'est-à-dire autour d'un milliard de dollars, ce qui faisait en moyenne près de huit millions par jour passé au bureau. Les gérants investissaient généralement près de dix millions par titre pour chaque fonds. Gwenaëlle faisait en moyenne

[529] Littéralement, « accord d'entrepôt ». On considère que pendant cette période, la banque *« porte »* les titres, c'est-à-dire en assume les pertes en cas de défauts de paiement.

trois achats tous les quatre jours, ce qui voulait dire analyser constamment des sous-jacents, négocier des *spreads* avec les *brokers*, leur demander de faire des *« stress test »* et négocier avec l'équipe de structuration lorsqu'un titre ne répondait pas à tous les critères.

Les deux tiers des fonds doivent être investis pour que l'investissement produise suffisamment de revenus afin de payer les *spreads* des tranches qui seront éventuellement vendues. Une fois que ce seuil est atteint, la *closing date* est établie, c'est-à-dire que le CDO est institué et peut commencer la période de marketing, dans laquelle sont démarchés les potentiels acheteurs des tranches. Pendant mes observations, Gwenaëlle était arrivée à la *closing date* et avait commencé à faire du marketing, tout en continuant à investir le tiers des fonds restants. La *closing date* est une étape cruciale, puisque c'est le dernier moment où tous les termes des contrats sont révisés avant de faire publique la transaction. Les règles d'investissement doivent être adaptées au niveau de *spreads* du moment et à l'offre des différentes catégories d'ABS, qui peuvent avoir changé depuis la signature du *warehouse agreement*.

L'achat de titres avec le dernier tiers des fonds, appelé le « *ramp-up »*[530], dure de trois à six mois. Alors que la première phase implique une activité d'achat plus intense, elle est aussi moins risquée du fait que les titres sont achetés sur le bilan de la banque, qui *« porte le risque »*, dans le sens où c'est la banque qui encourt toute perte liée à l'incapacité à remplir le contrat, par exemple à cause d'un changement radical dans les *spreads* ou d'un manque soudain de titres. A partir de la closing date, le CDO est lancé et toute difficulté affecte publiquement le travail des gérants, à travers les possibles *downgrades* des tranches du CDO par les agences de notation dans le cas où les *spreads* promis ne pourraient être payés dans les conditions définies dans le contrat avec les acheteurs des tranches. Dans le cas du CDO Luxor, les tranches allaient être vendues aux clients traditionnels d'Acme, selon un accord oral établi avec eux avant de commencer le projet. Mais le but du CDO étant justement de commencer à s'ouvrir à de nouveaux acteurs, Gwenaëlle est partie une semaine aux Etats-Unis, avec JP et Isabelle, pour rencontrer de potentiels investisseurs. Selon ses brefs commentaires à son retour, ces rencontres avaient été l'occasion de tester leur approche centrée sur l'évaluation fondamentale et de *« sentir l'atmosphère »* d'un milieu professionnel légèrement différent du sien, notamment en ce qui concernait les *« sorties »* et les salaires, ces derniers étant beaucoup plus élevés aux Etats-Unis qu'en France.

[530] Littéralement, « monter par une rampe ».

La cinquième phase du CDO, après plus d'un an de négociations, d'investissement de la totalité des fonds et de la vente des tranches, concerne la gestion des titres achetés. Pour cette phase, le travail de Thibaud comme « contrôleur des risques » est primordial. Le rôle de Gwenaëlle concernerait les décisions de vente en cas de doutes sur un titre détenu et la décision d'achat pour le remplacer. Elle a alors beaucoup plus de temps pour travailler à de *« nouveaux projets »*.

L'investissement comme « projet »

La temporalité du CDO était intégrée dans des stratégies d'autonomisation qui légitimaient la pratique d'investir à différents niveaux. Après un an et demi d'activités intenses des différentes équipes, le CDO continuait à distribuer des revenus aux différents acteurs tout en demandant un travail beaucoup moins important. Si les 600 000 dollars payés par an couvraient « les coûts » la première année, ils étaient considérés par certains acteurs comme une « rente » pour l'entreprise après la première année et demie, pendant le reste des cinq à sept ans que durait le contrat. La stratégie de croissance de la section des dérivés de crédit s'était développée autour de la temporalité des CDOs. Au rythme de trois CDOs par an, Luxor était le onzième CDO produit par la section depuis ses débuts. Certains payaient plus que d'autres. Ainsi, l'année avant mon arrivée, l'équipe avait signé un CDO avec un investissement de 3,5 milliards de dollars US, qui payait à Acme 6 millions par an pendant cinq ans. Ces contrats permettaient d'en lancer d'autres, moins rentables, comme Luxor, dans une stratégie de croissance à plus long terme. La section croissait ainsi par étapes successives, chaque nouveau CDO permettant d'établir des bases financières pour préparer les prochains.

Avec le CDO Luxor, l'équipe ABS cherchait à asseoir son autonomie dans la croissance de la section des dérivés de crédit. Pour Gwenaëlle, assumer la gestion du projet était une manière d'affirmer son rôle de gérant senior sous la direction d'Isabelle, qui ne gérait aucun fond en particulier. Il s'agissait, après une première année marquée par un congé maternité de six mois et la gestion de fonds déjà lancés, de porter personnellement un projet pendant un an. Après ce projet, Gwenaëlle m'expliquait qu'elle ne chercherait pas à faire la même chose. Si la croissance de l'équipe continuait et que de nouveaux CDOs comme Luxor devaient être lancés, elle répliquerait la structure et donnerait la gestion à Bastien ou à un gérant embauché pour l'occasion. Dans sa stratégie d'autonomisation personnelle, le CDO, avec ses temporalités, n'était qu'une étape.

A chaque CDO, les personnes impliquées, les équipes et la section des dérivés de crédit pouvaient organiser ses pratiques comme l'apport personnel d'une expertise à un travail

en équipe pour un projet d'entre un et deux ans, dont les revenus s'étaleraient pendant cinq à sept ans. La distribution de ressources à travers un CDO avait donc une temporalité qui était spécifique à l'organisation de ce type de transaction. Elle s'inscrivait en même temps dans la légitimité organisationnelle mise en avant au sein du Département Structuré, qui distribuait de manière hiérarchique les positions entre sections, équipes et employés[531].

L'investissement organisé par un CDO distribuait des ressources à différentes institutions selon des droits, des devoirs et des temporalités différentes. Les différentes participations étaient définies en partie les conséquences différentes pour chaque participant en cas de défaut de paiement du sous-jacent. Le montage avait en partie pour but d'éviter de payer des impôts. Selon une définition proche de celle d'Adam Smith de l'investissement financier, le revenue perçu par chaque *« investisseur »* était à la hauteur du *« risque »* encouru. La manière dont ces distributions de ressources se faisaient était organisée par la temporalité du contrat, établi pendant un an et demi et en principe stable pendant cinq à sept ans. Les tâches professionnelles des personnes effectuant cette distribution de ressources étaient organisées par cette temporalité, qui définissait aussi les possibles de leur positionnement au sein des organisations dont elles étaient des employées, en termes de distribution de bonus, de capacité à *« passer une bonne journée »* en étant reconnu comme autonome et expert au sein d'un « projet ». Ceci ponctuait les pratiques concrètes des personnes, comme dans le cas de Gwenaëlle, dont l'activité n'était pas la même pendant les différentes étapes d'établissement du CDO. Les opérations quotidiennes de lecture de documents, de négociation d'un *spread* au téléphone, de participation à une réunion à huis clos avec son chef d'équipe, de discussion informelle exploratoire pendant la pause café, s'inscrivaient dans ces temporalités, qui étaient organisées en partie par les luttes entre sections et départements au sein d'Acme, ainsi que par les évolutions dans les rapports entre les institutions participant à l'investissement en ABS, qui en constituaient le *« marché »*.

La distribution de ressources établie à travers l'application des contrats qui font le CDO Luxor met en relation des personnes aux statuts très divers avec une extension géographique potentiellement globale. Ceci est le fait de personnes qui effectuent au quotidien des tâches professionnelles organisées et légitimées selon plusieurs logiques. Les positionnements personnels des personnes observées par rapport à ces régularités et à leurs

[531] De nombreux auteurs ont analysé le fait que l'organisation des entreprises est constitutive des objets qu'elles échangent. Cf. Eymard-Duvernay, F., « Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens », *art.cit.* et Salais, R., « Incertitudes et interactions de travail : des produits aux conventions », *art. cit.*

potentielles légitimités variaient selon les situations. Ces différences reconduisent toutes l'imaginaire qui les organise selon lequel la décision d'investissement, c'est-à-dire des participation à l'échange de et distribution de ressources, est le fait d'un sujet qui se réalise comme libre. Dans le chapitre suivant, j'analyserai comment la distribution de ressources par l'équipe ABS était organisée par les parcours personnels des acteurs, les enjeux organisationnels de l'expertise, l'autonomie et le travail par projets, les luttes entre départements et *« l'état du marché »*, dans un agencement mis en branle, à l'époque de mes observations, par le changement de pouvoir dans la direction d'Acme. Le rapport financier établi par le CDO, selon des procédures observables au sein de l'équipe ABS, était ainsi le fait d'une organisation plus vaste, avec des hiérarchies et des instances décisionnelles multiples, aux compétences parfois floues, interdépendantes et qui se définissaient selon les situations. Par ailleurs, elles s'organisaient selon les mêmes imaginaires qui se retrouvent dans le reste des tâches professionnelles dans la finance contemporaine, concernant l'évaluation et l'investissement. Parce qu'il était un fragment d'une organisation globale de ressources, l'investissement par l'équipe ABS nous permet d'observer l'espace de pouvoir constitué par la finance contemporaine.

E) Les instances décisionnelles dans la distribution de ressources à Acme : l'« investisseur » et la « création de valeur »

A la fin de la période de mes observations à Acme, Nicole, la directrice du Département Structuré, prit la direction de l'Allocation. Son ancien poste fut repris par JP. Quatre mois plus tard, Isabelle quitta Acme et Gwenaëlle devint la chef de l'équipe ABS. Bastien devint le deuxième gérant et Michel partit à son tour. A partir de cette époque, l'équipe commença à développer de nouvelles stratégies d'investissement de court terme en des ABS de faible notation[532]. Elle fut ainsi frappée par la « crise » touchant ces titres, et l'ensemble du système financier international, à partir de l'été 2007. L'analyse du changement de stratégie d'investissement, que je n'ai pu observer que partiellement, permet de mettre en relief la manière dont la « décision » d'investissement, au centre de la logique de « création de valeur », est distribuée dans plusieurs instances dont la pratique, par les employés d'Acme, a pour effet une distribution globale de ressources monétaires. Les bouleversements dans la direction d'Acme ont été l'occasion, pour les personnes que j'ai observées, de prendre position, en entretien avec moi, par rapport à leur passé et leur présent professionnel, de manière à dessiner un avenir qui était défini comme différent. Ce fut l'occasion pour moi d'observer les possibilités multiples mais limitées de vivre la réalisation des tâches dans lesquelles était distribuée la figure de l'« investisseur ».

Peu avant la prise de pouvoir de Nicole, j'ai effectué deux entretiens d'entre une heure et demie et deux heures avec elle et avec Fernand, qu'elle a remplacé. Leurs présentations de soi et de leur vision de la finance étaient très différentes, organisées autour de la manière de définir la valeur et de la « créer ». Contrairement à moi, tous deux savaient ce qui se préparait. La présentation de Nicole contenait des éléments du discours qu'elle fit devant les équipes lors de sa prise de pouvoir : elle préconisait un travail de spécialistes et une orientation de l'investissement à partir d'une compréhension relative de la valeur, qui sorte du dilemme qui opposait la valeur fondamentale à la valeur relative, en faisant un usage renforcé des produits dérivés. Fernand se présentait à moi comme faisant un bilan de son parcours et de l'histoire de l'industrie financière en déplorant ce qu'il percevait comme une déviation par rapport à la valeur fondamentale. Leur compréhension du futur d'Acme après la bulle

[532] Les titres de dette notés BBB ou moins sont dits *« below investment grade »*, « en dessous du niveau d'investissement », ceux en dessus sont dits *« investment grade »*.

Internet, qui venait de frapper la grande majorité des entreprises de gestion, était de ce fait très différente. Alors que Fernand n'y voyait qu'une cause de réduction d'effectifs, Nicole la comprenait comme une opportunité pour continuer à développer les activités du Département Structuré. Le changement de direction de l'Allocation redistribuait les positions à Acme entre des gagnants et des perdants. C'est dans ce contexte que les membres de l'équipe ABS prenaient position par rapport à un changement dans leur stratégie d'investissement qui leur semblait inévitable 1).

Le double mouvement progressif de montée des taux d'intérêt et de baisse des *spreads* des ABS les mieux notés mettaient en difficulté la rentabilité de la stratégie d'investissement poursuivie jusque-là par l'équipe ABS. Ce constat était unanime dans l'équipe et dans les documents d'analyse produits par des tiers. Alors que les projets en cours dureraient plusieurs années avec des commissions constantes, la question se posait de définir le nouveau « projet », qui permît à l'équipe de poursuivre sa croissance, selon la logique de l'autonomie que j'ai décrite plus haut. La hiérarchie de l'équipe et le fait que Gwenaëlle allait remplacer Isabelle, ce que toutes deux supposaient déjà à l'époque sans que je le sache, faisait qu'il leur revenait de marquer les lignes à suivre pour le reste des membres. Tout en se positionnant de manière semblable par rapport aux logiques de l'organisation en équipe et de la spécialisation de l'évaluation fondamentale des ABS, comme je l'ai montré plus haut, elles adoptaient, à l'intérieur des limites de ce cadre, des postures différentes. Ceci était aussi une manière, en entretien, de construire une cohérence dans leur parcours personnel et professionnel. Les changements à Acme définissaient aussi en partie les possibles limités à partir desquels les chefs des l'équipe ABS et leurs subordonnés se positionnaient par rapport à leur futur professionnel (2).

Le changement de stratégie d'investissement de l'équipe ABS correspondait à un mouvement très répandu dans la profession à ce moment-là, et qui fut l'un des éléments constitutifs de la « crise »[533] du système financier global qui a commencé en 2007. Cette crise met en relief la complexité sociale qui est recouverte par la notion de « création de valeur »,

[533] Le mot « crise » a été utilisé amplement dans les médias et les discours politiques et savants pour décrire les événements liés à la titrisation à partir de l'été 2007. Ce mot est extrêmement polyvalent et peut indiquer des pertes ponctuelles pour des institutions ou un changement beaucoup plus profond des règles instituées de la distribution des ressources. Il s'agit de phénomènes extrêmement complexes, impliquant plusieurs espaces de régulation (Etats, banques, organisations internationales diverses) et dont les conséquences et les logiques multiples ne sont parfois claires que bien après la « fin » de la « crise » (Cf. sur tous ces points, Boyer, R., 2005, *Théorie de la régulation*, Editions La Découverte, Paris, pp. 75-103). Je ne cherche pas ici à décrire la « crise » ni a en définir clairement la portée. Je reprend le mot « crise » car il a été largement utilisé pour désigner certains des évènements financiers de cette période. Par contre, je décrirai certaines logiques de cette « crise » auxquelles ont participé les membres de l'équipe ABS, et j'explorerai les questions qu'elles permettent de poser du point de vue d'une anthropologie politique des rapports financiers.

qui organise et légitime, avec la figure de l'« investisseur », les pratiques quotidiennes dans la finance contemporaine. On peut comprendre ces concepts comme les imaginaires à travers lesquels les relations de crédit sont constituées aujourd'hui. Ces relations concrètes, comme celles qui sont établies dans un contrat de gestion pour tiers sous la forme d'un CDO, constituent les possibles des relations monétaires globales, leur plasticité ouverte, en définissant les rôles sociaux possibles dans une hiérarchie des capacités d'accorder des crédits et des capacités à y accéder. La « personne », sujet libre de l'échange censé légitimer le dispositif, apparaît comme une des règles possibles en situation, toujours fragmentaire. La plasticité des rapports monétaires permet en même temps de ne pas penser cette fragmentation comme un destin tragique, à la manière de Weber, mais comme la preuve que leur horizon est ouvert (3).

1) L'extension des logiques de la valeur du Département Structuré au reste d'Acme

Comme je l'ai décrit au début de cette partie, le changement dans la direction de l'Allocation à Acme était un moment dans un conflit de longue durée au sein de l'entreprise, organisé en partie par l'opposition de différentes propositions sur l'orientation de l'investissement. Je n'ai pu qu'en observer quelques éléments saillants, à partir des entretiens avec Fernand et Nicole et de mes observations dans les jours avant et après le remplacement du premier par la seconde. Le conflit était organisé en partie par une différence entre les personnes. Mais cette opposition se stabilisait autour des deux logiques que j'ai décrites jusqu'ici : la manière d'organiser le travail et une approche générale de la valeur. Comme je l'ai évoqué plus haut, les enjeux organisationnels communiquaient avec ceux que l'on peut trouver dans des entreprises en dehors de la finance contemporaine. Les enjeux concernant l'approche de la valeur étaient par contre directement liés à la manière dont Nicole et Fernand concevaient la gestion de fonds pour tiers par l'entreprise. Alors que Fernand insistait sur l'importance de la valeur fondamentale, Nicole mettait la valeur relative au centre de son approche. Cette distinction devait correspondre, selon Nicole, à une demande des clients d'Acme. La capacité à générer des profits en vendant des techniques d'investissement qui lui étaient reliées était censé départager ceux qui gagneraient avec le changement de ceux qui en sortiraient perdants.

L'opposition entre Nicole et Fernand

Lorsque je suis arrivé à Acme, Isabelle m'a dit avec un ton à moitié ironique et à moitié réprobateur qu'elle n'avait jamais vu une entreprise dans laquelle *« la hiérarchie change si souvent de nom »*. En cinq ans, elle avait vu de nombreux directeurs de département arriver pour être remplacés à leur tour. Avant l'arrivée de Nicole comme directrice du Département Structuré, en 2001, celui-ci avait eu trois directeurs depuis sa création en 1997. Ceci était censé être dû à une évolution constante de l'entreprise, en très forte croissance depuis son établissement. Pendant les quatre mois de mon stage, j'ai entendu à plusieurs reprises, dans des commentaires furtifs d'Isabelle et de Gwenaëlle, qu'il risquait d'y avoir un changement bientôt, mais sans détails. En entretien, lorsque j'ai demandé à Nicole si la forte croissance du Département Structuré ne posait pas la question de son autonomisation d'Acme, sous forme de filiale ou d'entreprise indépendante, elle m'a dit qu'elle avait écarté cette hypothèse car on lui avait *« fait comprendre »* qu'on la *« considérait comme une ressource »* en tant que directrice dans Acme, au-delà de son département de rattachement. Quelques jours après, j'ai appris que le changement avait eu lieu et qu'il serait explicité dans une réunion ouverte à tous. Nicole y détailla des lignes générales d'orientation pour le futur. Pendant les quelques jours d'observation qui me restaient à Acme, j'ai pu observer des gens aux visages enthousiastes se promener allègrement dans les couloirs, alors que d'autres traînaient les pieds et parlaient à voix basse à leur bureau avec de tristes mines.

Le remplacement de Fernand par Nicole avait d'évidents aspects symboliques, qui opposaient les deux personnes comme images. Nicole était une femme, fait rare à ce niveau de direction, neuf ans plus jeune que Fernand[534]. Alors qu'elle m'expliquait en entretien qu'elle avait du mal à recruter des femmes, du fait que les écoles d'ingénieur et les disciplines mathématiques en comptaient très peu, Fernand me disait que le problème des retraites en France était en partie dû à une natalité *« qui s'effondre »* du fait de la *« lutte des femmes »* dans les années soixante-dix pour la *« régulation des naissances »*. Nicole voyait à peine ses deux enfants adolescents et travaillait près de soixante-dix heures par semaine, y compris les week-ends. Elle était une ancienne élève de l'ENSAE et me disait *« adore*[r] *les maths »*, alors que Fernand avait fait des études d'économie et décrivait les nouvelles générations d'employés d'Acme comme ayant *« des DEA en mathématiques ou je ne sais quoi ! »*. Il avait travaillé dans l'investissement en actions et en obligations, avant de prendre progressivement des postes de direction. Nicole avait commencé de la même manière, mais s'était intéressée

[534] En entretien, elle me parlait en euros, alors que Fernand parlait en francs, plus de quatre ans après leur remplacement par la monnaie européenne. Ceci était plutôt exceptionnel dans mes observations dans ce milieu professionnel où on doit être extrêmement précis, au quotidien, sur les dévises et les montants.

dès le début des années 90 aux produits dérivés, qu'elle n'avait arrêté d'utiliser et de développer depuis.

Ces différences étaient plus ou moins connues de nombreux employés. Le rôle de Nicole à la direction du Département Structuré, qu'elle avait fortement développé, permettait aussi d'imaginer à tous les employés que son nouveau poste devrait se traduire par des changements importants dans l'entreprise, en termes d'organisation et d'approche de la valeur. J'ai analysé plus haut l'opposition entre le Département Structuré et le reste d'Acme du point de vue de l'organisation du travail, je me pencherai maintenant les différences entre Nicole et Fernand concernant l'approche de la valeur et du rôle de la gestion de fonds pour tiers, car elles touchent directement à la manière dont ils envisageaient la distribution de ressources par la finance contemporaine.

La valeur relative contre la valeur fondamentale

Dans les entretiens avec moi, Nicole et Fernand ont fait de longs discours sur la valeur financière et le rôle de la gestion de fonds pour tiers dans l'investissement. Ils se distinguaient fortement sur la manière dont ils liaient l'investissement à la valeur. Fernand proposait une vision selon laquelle les marchés financiers permettaient une allocation de ressources plus efficiente en étant capables de représenter, à long terme, la valeur fondamentale. Nicole cherchait à dégager l'investissement financier de l'opposition entre valeur fondamentale et valeur de marché, pour le concevoir comme une diversification et une distribution des risques et des profits, à partir de la valeur relative et des produits dérivés.

Fernand me proposait en entretien une vision critique de la finance, dans des termes proches de ceux de Max Weber cités au début de cette partie. L'industrialisation du système financier avait détaché la personne morale, le sujet libre, du rapport direct à l'investissement : *« aujourd'hui, vous avez deux trimestres de contre-performances et vous avez un client qui tout de suite vous dit : « ben écoute, ça peut pas durer comme ça, je vais être obligé de faire un appel d'offres, je suis obligé de relancer la concurrence ». Vous avez donc une hiérarchie qui perd un compte, on vous le reproche : l'horizon de gestion s'est terriblement raccourci quoi qu'on dise. Et les gens aimeraient être dans un environnement où je dirais, trimestre après trimestre, sinon mois après mois, quand ce n'est pas semaine après semaine, il y aurait de la performance. Ça ne marche pas comme ça ! C'est pas comme ça que ça fonctionne ! Mais l'industrialisation de ce monde a allongé la chaîne des responsabilités.*

Moi : c'est-à-dire ?

Fernand : c'est-à-dire que, je pense, quand il y a vingt-cinq ans Monsieur Marcel Dassault investissait pour son portefeuille personnel, il rendait compte à lui-même. Il se regardait dans la glace et il se disait : « Marcel, tu as eu tort d'investir dans le ciment. Le ciment c'était pas intelligent, t'aurais mieux fait d'investir dans l'aviation, tu connais mieux ce métier. La prochaine fois tu n'achèteras pas Ciments Français, tu achèteras Boeing ». Ce que je vous raconte, ce n'est pas de la blague, hein, je connais des gens qui géraient son compte, ils travaillaient pour lui, Dassaut il disait ça : « non non, je veux investir dans Boeing, parce que je sais qu'ils ont un type, effectivement, ils ont un dessinateur de génie, vous allez voir, la série des avions Boeing elle va vous foutre en l'air les avions Lockheed ou je ne sais pas quoi, etc. » Et effectivement, la série des 747… Ce que je veux dire par là, c'est que l'horizon de gestion de Monsieur Dassault, c'était la fin de sa vie. Il ne se demandait pas où était son tracking error*, il ne se demandait pas s'il avait son benchmark, il ne se demandait pas si la concurrence avait fait deux centimes de mieux le mois dernier. Il se disait : « c'est une idée d'investissement pour les dix ans qui viennent, c'est là qu'il faut être » ».* Tel *« l'homme abstrait »* mythique du libéralisme, critiqué par Marx[535], le grand patron français Marcel Dassault incarnait l'image d'un investisseur libre, qui pouvait analyser la valeur financière sur le temps long de sa propre vie, c'est-à-dire selon l'ontologie de la valeur actionnariale définie par le calcul d'actualisation. La vraie valeur était le produit, dans la liberté de conscience, de quelqu'un qui se constituait comme sujet évaluateur en se regardant *« dans la glace »* au moment de la définir.

Selon Fernand, le but légitime de la finance était de reproduire ce regard dans sa logique d'investissement. Dans une analyse proche de celle de Max Weber, citée au début de cette partie, il considérait que la concurrence et la bureaucratie avaient mis à mal ce rapport qui permettait à la « personne » d'exister comme telle dans le rapport de crédit. A sa place, on y trouvait les luttes de pouvoir organisationnelles pour des parts de marché. Ceci impliquait que les employés se soucient peu des « personnes » dont ils géraient les fonds, du fait qu'ils ne projetaient l'investissement que sur le court terme, c'est-à-dire dans la temporalité de la concurrence imposée par leur hiérarchie et de la tactique de leurs propres perspectives de carrière : *« Vous expliquez que vous êtes gérant de long terme, mais en réalité les gens regardent la perf toutes les semaines. Tous les vendredis soir ils se disent : « c'est embêtant,*

[535] Cf. Marx, K., *Le Capital, Livre I*, *op. cit.*, pp. 87-91. Marx remarque que cet *« homme abstrait »* cache les règles sociales de production et de distribution. La pureté de la définition de la valeur de Marcel Dassault selon Fernand vient de sa capacité à se regarder dans la glace par rapport à la durée de sa propre vie. Ce rapport qui justifie la définition de la valeur fondamentale n'intègre pas, dans la description de Fernand, la place sociale exceptionnelle de Marcel Dassault en tant que propriétaire de ressources monétaires qu'il peut investir selon la « volonté ».

lui il a fait 12 bp, toi t'en as fait 10, 2 bp c'est pas mal, hein ! ». Donc il y a quelque chose qui se télescope, c'est l'industrie elle-même qui fabrique, par la pression qu'elle met, par la concurrence qu'elle organise, par la façon dont elle a besoin, je dirais, de tout cela, c'est elle qui met la pression dans un investissement dont on a pas vraiment besoin. Vous, si vous êtes mon client, en tant que client d'une assurance vie, vous n'avez absolument pas besoin que votre produit d'assurance vie monte toutes les semaines. Vous me donnez 100 francs, avec l'espoir qu'il y en aura 200 dans dix ans, quand vous serez effectivement arrivé à la fin de votre contrat. Et si par malheur vous deviez décéder, vous souhaitez que, effectivement, le capital soit protégé, que vous puissiez laisser à vos héritiers 130, 150 ou 180. L'idée que ça perfe moins bien pendant le mois de mai est absolument sans importance. Et c'est pourtant l'essentiel de la vie des gérants d'aujourd'hui. Alors pourquoi ? parce que la concurrence est plus vive, parce qu'il y a davantage d'établissements, parce qu'il y a quelqu'un qui va vous dire : « t'as vu ton contrat ? il a pas bougé pendant le mois de mai ? si t'avais été au Crédit Agricole, ils ont fait 3 bp pendant le mois de mai, et toi t'en a fais qu'un ! tu devrais regarder, peut-être », c'est-à-dire il faut provoquer la rotation d'actifs, provoquer de la rotation de portefeuilles, de la rotation de clients, la rotation de mandats. Toute cette formidable industrie du brokerage *qui s'est considérablement développée depuis une vingtaine d'années, elle a besoin que le tourniquet continue à fonctionner. Il faut qu'il y ait du flux, si vous voulez, il faut que ces gens-là vivent du flux. Et moi aussi un peu… mais moi moins qu'eux. Moi je pourrais très bien vivre sans benchmark, avec effectivement un horizon de plusieurs années, pour des compagnies d'assurance, pour nos clients, etc. Et les deux tiers de mon temps, ça consiste à aller essayer d'expliquer à des clients qu'effectivement, le mois dernier, il nous manque 2 bp par rapport à la concurrence, mais c'est pas grave, parce qu'on a fait ci, on a fait ça, on va rattraper, etc. ».*

Malgré cette critique, Fernand considérait que le système financier auquel il participait restait légitime, parce qu'il permettait quand même une distribution plus efficiente du crédit grâce à une définition juste de la valeur. L'extension du système financier au monde entier et sa puissance dans la distribution de ressources étaient compris comme sa capacité à mieux détecter des sources de valeur et à imposer une discipline bénéfique du point de vue de la rentabilité des investissements, que Fernand analysait, comme je l'ai décrit dans le chapitre A, comme une *« création de valeur » « indirecte »* : *« Il me semble que nous, nous avons formidablement élargi notre univers de gestion. C'est-à-dire que dans cette maison il y a des gens qui s'intéressent à acheter des obligations émises par une brasserie thaïlandaise ou par une banque argentine. Encore une fois, je vais peut-être vous raconter ma vie trop*

longuement, mais moi quand je suis rentré, j'avais le choix entre les emprunts d'EDF ou de Gaz de France et j'avais à choisir entre les actions de Michelin ou de Peugeot. La Thaïlande, je ne savais pas où c'était, donc je ne me posais pas la question. Et on a été une des premières sociétés à avoir investi en sociétés japonaises. Notre patron était le premier à avoir fait un voyage au Japon dans la société où il était. Et moi quand j'étais allé aux Etats-Unis on m'avait dit : « oh, n'en parle pas trop à tes collègues parce que tu vas faire des jaloux ». Vous voyez : c'était un monde totalement différent. Aujourd'hui, le premier gérant de SICAV diversifiée il a le monde entier à sa disposition avec un écran qui lui fournit en permanence les cours de 25 000 valeurs s'il le veut.Donc cet horizon s'est élargi et, en même temps, je trouve que la pression sur la performance s'est terriblement raccourcie. […] *Le marché financier* […] *a imposé la discipline de la hiérarchie des rendements. Nous, qui gérons de l'argent pour compte de tiers, par exemple pour des caisses de retraites, et ben, on n'a pas le droit de ne pas investir dans des entreprises qui rapportent 25% sur les capitaux engagés, par exemple dans l'informatique, Microsoft, etc., même si on aime bien Michelin, parce que Michelin c'est 6 ou 7% sur les capitaux propres et bon, c'est mieux 25 que 6 ! Et on va nous dire : « oui, mais 25, vous les prenez à un certain risque ! » et nous on va dire : « oui, mais tant que c'est là on les prend » et comme on n'est pas jugés sur ce qui se passera sur dix ans, on va effectivement les prendre. Donc vous avez eu, si vous voulez, une torsion des flux d'argent, qui ont été se déverser sur des activités prometteuses de 15, 20, 25% de rendement. Il y a dix ans, si vous vouliez faire une augmentation de capital dans la sidérurgie, hein, une augmentation de capital chez Moulinex, personne venait. Mais par contre, en 99, vous pouviez faire une augmentation de capital pour n'importe quelle société qui s'appelait X ou Y.com, vous disiez qu'avec deux copains géniaux dans un garage vous aviez inventé un nouveau machin Internet-ceci, qui allait vous permettre d'avoir effectivement la circulation des biens, des produits, je ne sais plus trop quoi, que vous alliez pouvoir faire votre marché et que le caddie arriverait directement par votre ascenseur par le portail Internet, enfin, des conneries, excusez-moi, qu'on a pu dire à ce moment-là, auxquelles nous avons participé comme les autres ! Parce qu'on se disait : « eh ben oui, après tout on se rend pas compte, peut-être que c'est vrai »* […] *et donc, le marché a été capable de convaincre et de se convaincre, c'est les deux à la fois, qu'effectivement il y avait là des rentabilités qui étaient capables d'attirer du capital, lequel ne demandait qu'à s'y engouffrer. Donc on voit bien toute la force du système, c'est-à-dire sa capacité à hiérarchiser les rendements et donc d'imposer une vraie discipline, une vraie rigueur. Enfin, encore une fois, je ne voudrais pas remonter à ma jeunesse, mais je me rappelle, Michelin, on n'osait pas le remettre en cause,*

Michelin, c'était une vraie vache sacrée, dans le sens propre du terme […] *On a été capables de hiérarchiser, mais en même temps on a été capables de se tromper collectivement dans des proportions, je dirais, qui avec le recul paraissent invraisemblables, d'aveuglement, de stupidité, de panurgisme, de tout ce que vous voulez. Car effectivement, toute SICAV qui n'avait pas dans son portefeuille 30% de valeurs Internet, .com, ou je ne sais quoi, dans les années 99 et 2000, apparaissait effectivement comme complètement ringarde, dépassée, avec des performances trimestrielles qui pouvaient vous coûter la perte de vos clients.* […] *L'industrie financière, par sa globalisation et sa mise en auto-concurrence a exagéré. Et je pense que c'est un ressort fondamental de cette activité. C'est-à-dire que je crois que dans ses tendances elle ne se trompe pas, par contre elle exagère toujours. Le marché ne s'est pas trompé, il a bien vu que la globalisation, c'était une formidable revalorisation du capital.* […] *Donc c'est vrai que les marchés financiers ont joué de… je dirais, d'une certaine façon, ils ont élevé la rigueur de la rentabilité dans les marchés, ils ont levé le niveau d'exigence, ils ont obligé à des mouvements de transparence plus importante, ils ont provoqué une meilleure efficacité du capital, comme on dit, mais il y a eu effectivement des situations d'excès ».* La crise de la bulle Internent était comprise comme une correction des excès selon la même logique de légitimation du rapport marchand. L'industrie financière avait retiré plus de profits qu'elle n'en méritait. Le résultat était qu'elle devait subir une *« correction »* à travers une *« réduction des effectifs »* salutaire, même si elle était douloureuse pour les intéressés.

La présentation de la valeur et du rôle de la gestion de fonds pour tiers dans la distribution de ressources faite par Fernand correspond à ce que j'ai analysé jusqu'ici comme les discours dont les concepts légitiment et organisent en partie les tâches professionnelles d'investissement et d'évaluation. L'investisseur libre et la valeur fondamentale, qui ne se réalisent vraiment que dans le rapport marchand, demeurent au centre du dispositif et lui donnent sa légitimité. Le discours de Fernand est intéressant par la place que celui-ci occupait à Acme et par la manière dont il lie sa cohérence, notamment son autocritique, à un certain parcours historique. La place de Fernand était centrale dans le dispositif de prise de décision d'allocation d'actifs, c'est-à-dire dans un des moments forts de la distribution de ressources par l'entreprise. En même temps, le fait que Fernand allait perdre son poste était lié à des évolutions générales dans les métiers financiers qu'il n'avait pas accompagnées. Son regard rétrospectif est en partie une manière de rendre cohérent, de manière critique et négative, son décalage avec le présent de l'entreprise.

La présentation de Nicole était différente de ce double point de vue. Nicole analysait son parcours comme une progression continue de sa propre carrière et des techniques

financières qui étaient censées être devenues prioritaires au moment de sa prise de pouvoir.Formée initialement en statistiques, elle a commencé à travailler dans la finance dix ans plus tard que Fernand, dans les années 80, lorsque les premiers marchés de produits dérivés ont été créés en France, pour devenir des références mondiales. Elle a participé très tôt à l'utilisation de ces produits, comme les *futurs*, les options et les *swaps*, dans la gestion de la trésorerie d'une grande banque française d'investissement. Elle est ensuite entrée à Acme et s'est occupée de développer ces produits pour ses clients traditionnels, notamment des assurances. Elle ne considérait pas la valeur comme l'effet d'une rencontre entre un sujet libre et un objet dans un rapport marchand, mais comme une opportunité de générer des profits pour des clients en leur évitant les pertes dues à la volatilité des marchés financiers. Cette approche, qui définit la visée générale de nombreux produits dérivés, restait proche d'une stratégie d'entreprise d'assurance. Le long terme y est compris comme une succession de courts termes, dont il faut éviter les variations, non pas en étant patient et confiant dans sa propre définition de la valeur, comme le personnage de Marcel Dassault selon Fernand, mais en utilisant l'outil statistique pour détecter des tendances et se positionner par rapport à elles afin de se maintenir en équilibre.

En entretien, Nicole me disait : *« Au Crédit des Champs, je suis donc rentrée en 83, dans une équipe qui faisait de la gestion de portefeuilles. Pour resituer un petit peu ce qu'était la gestion de portefeuilles dans une banque, à l'époque : c'était de l'artisanat complet quoi, c'était tout juste si on avait des ordinateurs, on en avait mais enfin bon. C'était vraiment très très très artisanal, on ne parlait pas de* process*, on parlait pas de… on commençait à parler un peu de modèles et puis, bon, quand on avait des matheux sous la main on faisait quand même un petit peu de quantitatif, mais on ne parlait pas vraiment de construction de portefeuille. Le marché, les marchés auxquels on s'intéressait n'étaient pas du tout les marchés d'aujourd'hui, il n'y avait pas encore les dérivés, par exemple. On travaillait donc, bof, c'était de l'achat et de la vente d'obligations, parce que moi j'étais dans la partie* fixed income*. Et puis, là je considère que j'ai eu du bol, parce que je me suis retrouvée dans ce métier-là à un moment où il y avait énormément de gens qui étaient euh… à un moment où ce métier n'était pas du tout euh… encore à la mode, entre guillemets, il y avait énormément de gens qui étaient dans ce métier depuis longtemps, qui étaient formés dans le tas, qui n'avaient pas spécialement énormément de compétences, en fait, pour faire progresser la gestion de portefeuilles et où il y avait un petit nombre de personnes comme moi qui avaient la capacité à réfléchir un petit peu plus loin et à intégrer tous les instruments financiers qui ont été créés à l'époque. Parce qu'à l'époque il y avait encore un système des*

marchés financiers en Europe qui était extrêmement archaïque, extrêmement imbriqué. Le monde bancaire et le monde de la gestion étaient extrêmement imbriqués. […] *Donc il y avait la possibilité de faire évoluer ça vers quelque chose de plus euh… enfin, qui ressemble plus à ce qu'on connaît maintenant. J'ai passé pas mal d'années là-dedans, de 83 à 91.* […] *Au début je gérais des portefeuilles obligataires, ben comme gérante quoi, et puis après j'ai pris la responsabilité de différentes équipes et quand je suis partie en 91, j'étais responsable de la gestion de l'ensemble des OPCVM des marchés « taux » du Crédit des Champs, ce qui était assez gros, parce que le Crédit des Champs avait un très gros réseau de distribution auprès des particuliers et ils avaient énormément collecté l'argent dans les années 80.* […] *Ça paraissait énorme pour l'époque, c'était l'équivalent d'à peu près 30 milliards d'euros, qui étaient investis dans ces fonds-là. Donc il y a eu des trucs très très rigolos, hein, notamment l'arrivée des produits dérivés, qui a complètement changé le style de gestion et que nous, au Crédit des Champs, on avait intégré tout de suite dans la gestion, et je crois qu'on avait bien compris la valeur que ça pouvait avoir d'avoir ces instruments-là à notre disposition. Et puis, euh… en 91 je me suis vraiment posé beaucoup de questions sur deux aspects de mon job. Le premier, c'est l'intégration dans le Crédit des Champs.* […] *On était très très en marge de la banque, de l'activité, du cœur de l'entreprise. On voyait pas, on gérait des fonds, des SICAV, on le faisait le mieux qu'on pouvait, mais on aurait pu faire la même chose exactement n'importe où ailleurs, et j'ai eu envie d'être beaucoup plus intégrée à l'entreprise pour laquelle je travaillais. Donc il y avait ce premier aspect là, que ce métier-là ne me permettait pas vraiment de faire. Et puis l'autre aspect c'était de se dire que j'en avais ras-le-bol de me lever le matin en me demandant si les marchés allaient bien vouloir aller dans le sens des positions que j'avais prises dans le portefeuille* [rires] *en n'ayant* grosso modo *aucune euh… tu vois, je ne me sentais pas de compétences particulières pour prévoir ce que pouvaient bien, ce qu'allaient bien pouvoir faire les taux dans les semaines ou mois à venir. Je me sentais extrêmement euh… je trouvais que mes compétences par rapport à ça n'étaient pas suffisantes pour pouvoir prendre des vrais paris dans les portefeuilles.Je trouvais que c'était beaucoup trop aléatoire, que je pouvais absolument pas prévoir les évènements qui allaient se passer, qui allaient emmener le marché dans l'autre sens, et ça, ça m'énervait vraiment beaucoup !*

Moi : en même temps, t'avais quand même une expérience…

Nicole : j'avais de l'expérience et j'avais d'assez bonnes performances, tu vois, mais malgré tout, je pense que quand t'es gérant comme ça, fondamental, que tu prends des positions sur le marché, tu fais des choses en ne maîtrisant rien. Tu vois, tu fais ton truc du

mieux possible et tu peux avoir de bonnes performances, n'empêche que tu travailles sur une matière qui en permanence t'échappe. Et ça commençait vraiment à me courir sur la peau, ce truc-là, tu vois [rires]. *Donc je me suis dit, il faut que je change, il faut que fasse autre chose.* […] *Il y avait quelqu'un qui avait été patron de la gestion au Crédit des Champs avec qui je m'entendais très bien qui était parti au Crédit Français et qui m'avait dit tiens, si tu veux venir au Crédit Français, pas du tout pour faire de la gestion, mais pour la direction financière du Crédit Français, t'occuper du refinancement de la banque et de la gestion actif-passif. Donc là je me suis dit : « ça c'est super ! ». Parce que la gestion actif-passif, bon ben c'est vraiment regarder quels sont les risques, quels sont les engagements à long terme. Le Crédit Français* […] *était spécialisé dans le financement à long terme des entreprises* […] *et donc comme dans ce type d'établissement, le bilan, est forcément déséquilibré, hein, parce qu'on finance de grands projets qui peuvent mettre dix, vingt, trente ans à être complètement matures, et donc il faut porter les financements tout ce temps-là, sans forcément avoir la possibilité de se financer sur les marchés à de telles maturités. Donc il faut sans cesse équilibrer quand même les risques entre l'actif et le passif. Donc c'était très intéressant, de même que c'était intéressant d'être chargée du refinancement en tant que tel de la banque, donc de l'émission d'actions ou d'obligations de la banque sur le marché, pour pouvoir apporter du capital ou de la dette à la banque* […] *Donc je suis allée là-bas, parce qu'à la fois je n'avais plus besoin d'avoir trop d'opinions sur ce qu'allaient faire les marchés, dans ce job-là, et puis là, pour le coup, j'étais vraiment au cœur de tout. Quand on refinance un établissement comme celui-là, et ben on regarde tout ce que fait l'établissement pour avoir une bonne idée de ses actifs et de ses passifs. Je me suis énormément amusée parce qu'il y avait des challenges très importants, c'est un établissment qui* […] *n'était pas spécialement solide financièrement parlant, donc qui était dans une période de* downgrading *des agences de* rating *assez euh…* [rires] *donc c'était vraiment difficile dans cette période-là, dans ces conditions, il fallait vraiment avoir de l'imagination, cultiver les relations avec les banquiers qui pouvaient apporter de l'aide.* […] *J'ai fait ça cinq ans.* […] *Fin 96, le Crédit Français a fusionné avec une banque qui n'existe plus non plus aujourd'hui d'ailleurs.* […] *Je ne me suis pas du tout sentie bien dans cette fusion parce que la direction financière avait été reprise par quelqu'un avec qui je ne m'entendais pas trop, et qui n'avait pas du tout les mêmes conceptions que celles que j'avais pu entreprendre jusque-là pour le refinancement, la gestion actif-passif, donc j'ai préféré chercher autre chose. Et ben, c'est un peu toujours pareil, quand on cherche autre chose on discute avec les gens qu'on connaît et puis là j'ai discuté avec des gens qui étaient en fait mes anciens patrons du Crédit des Champs qui*

étaient partis déjà depuis longtemps du Crédit des Champs pour diriger une banque qui s'appelait la GPS […] *une banque de marché qui gagnait essentiellement de l'argent sur ses opérations sur compte propre et qui avait aussi une filiale de gestion de portefeuilles, une société de gestion.* […] *On m'a proposé de m'occuper d'une clientèle, les compagnies d'assurance. Alors ça je trouvais très rigolo parce que les compagnies d'assurance j'avais vraiment bien étudié ça pour monter des fonds de pension, c'est vraiment un raisonnement analogue, je m'y étais plongée pendant six mois dans les mécanismes de fonctionnement de l'assurance, je me suis dit : « allez, pourquoi pas ». Et puis j'ai fait ça pendant un an et demi et je me suis énormément amusée, je n'avais jamais fait de vente de ma vie.* […] *Et je me suis dit : « allez on se lance » parce que j'aime bien changer.* […] *J'ai eu pas mal de contacts, pas mal de succès dans les ventes* […] *C'était essentiellement, cette société de gestion, la GPS, était quand-même extrêmement spécialisé dans, toujours pareil, les taux, les produits « taux », les produits d'arbitrage, les produits court terme monétaire plus, ce genre de euh…, les convertibles aussi beaucoup, ce genre, c'était ce genre de produits…*

Moi : et toute l'utilisation des dérivés, tu avais appris à les utiliser dans les années 80 ?

Nicole : oui c'est ça, tout à fait. Alors, je continuais à les utiliser énormément au Crédit Français, parce que ces dérivés me servaient à couvrir les risques dans mon bilan, d'accord, donc on en faisait aussi pas mal. C'était beaucoup moins facile qu'au Crédit des Champs parce que quand t'es directement sur le bilan d'une banque t'as des problématiques comptables à te poser que tu ne te poses pas quand tu travailles sur des OPCVM où tout est assez simple de ce point de vue-là, mais enfin, c'était des choses qu'on utilisait encore beaucoup, surtout les dérivés OTC[536] *».*

La GPS a été lourdement touchée par les crises financières successives de la deuxième moitié des années 90. Nicole l'a quittée à la fin de l'année 1998 et, grâce à ses contacts dans des entreprises d'assurances qui en étaient clientes d'Acme, elle est entrée dans cette dernière. Son expérience dans la finance était marquée par l'utilisation de produits dérivés pour équilibrer des flux monétaires différents, que ce soit en termes de temps ou des droits des participants. Elle a d'abord travaillé autour du lien commercial entre les clients traditionnels d'Acme et l'Allocation elle a ensuite pris la tête du Département Structuré. Comme je l'ai décrit au chapitre A de cette partie, ce déplacement était lié à ses conflits avec les équipes dirigées par Fernand autour de l'allocation d'actifs, notamment sur l'utilisation de

[536] « Over the counter », littéralement « sur le guichet », c'est-à-dire vendus dans un réseau, généralement faits sur mesure, et non pas cotés dans un marché.

produits dérivés et sur l'inclusion dans l'univers d'investissement de produits « exotiques » ou « innovants » comme les *hedge funds*, dans lesquels s'était spécialisé le Département Structuré. Contrairement à la vision de Fernand, pour qui l'investissement consistait à *« créer de la valeur »* et détectant des sources de revenus à long terme dans les marchés des actions et des obligations, grâce à une bonne appréciation de la valeur fondamentale, pour Nicole, le rôle d'Acme était de créer des produits qui permettent aux clients de transformer les flux de revenus de ces marchés de façon à correspondre à leurs *« besoins »*.

Dans l'idéal de l'investissement de Fernand, il y avait un investisseur libre qui établissait un lien direct avec une entreprise à laquelle il décidait d'accorder du crédit, que ce soit sous forme de dette ou d'achat d'une part de propriété. Le rôle de l'entreprise de gestion était de reproduire ce personnage. Pour Nicole, par contre, celui-ci n'avait aucun sens. Les actifs proposés dans les marchés financiers n'étaient pas vraiment prévisibles. La définition de la valeur fondamentale était impossible car sa représentation dans les prix réels des marchés financiers était complètement *« aléatoire »*. L'investisseur libre incarné par le gérant n'y *« a pas de prise »*. Pour Nicole, Acme devait adopter l'approche statistique probabiliste des produits dérivés, dans une optique de *« gestion de bilan »* proche de celle des assurances. La gestion de bilan implique de rendre compatibles des flux monétaires aux caractéristiques différentes. Généralement, il s'agit de différences temporelles. Le Crédit Français, faisait ainsi des prêts de très long terme et était financé avec des dettes à plus court terme. Les produits dérivés OTC étaient alors des contrats passés avec des partenaires commerciaux privilégiés qui fournissaient du crédit à plus long terme, en dehors des normes de l'émission d'obligations[537]. Quelques jours avant de prendre en main l'Allocation, elle critiquait le travail de ce département de ce point de vue : *« il y a une équipe à la maison qui fait ça, très mal à mon avis* [rires] *c'est un de mes sujets de réflexion aussi !*

[537] Typiquement, les *swaps* consistent en l'échange de revenus avec des taux différents, un fixe et l'autre variable, ou en l'échange de revenus en devises différentes. Les partenaires du contrat font des prévisions sur le long terme concernant les deux types de revenus et s'accordent sur un prix, payé par l'un des deux, qui couvrirait la différence. Ainsi, une entreprise qui a des coûts essentiellement en euros et des revenus essentiellement en dollars peut passer un *swap* d'échange de devises avec une entreprise qui a les caractéristiques inverses, à un taux de change défini par avance. Ceci permet aux deux entreprises de pouvoir faire des prévisions stables sur leurs coûts et leurs revenus, indépendamment des évolutions futures effectives du taux de change. Dans le cas d'un échange de taux, une banque qui peut se financer à taux fixe et fait des prêts à des taux variables peut effectuer un *swap* avec une banque dans la situation inverse (ceci peut correspondre à des branches ciblées de leurs activités). Si les taux fixes sont à 4% et les deux banques considèrent qu'en moyenne les taux variables sont équivalents à des taux fixes de 5% pendant trente ans, elles peuvent échanger leurs revenus avec une prime payée couvrant la différence payée par la banque qui apporte le taux fixe. Dans tous ces cas, les *swaps* permettent aux entreprises de lisser les évolutions futures, en faisant le pari que si elles sont trop fortes, elles y gagneront quand même, par exemple si les taux variables passent à 15% ou si l'euro double sa valeur par rapport au dollar. C'est en ce sens que les produits dérivés sont utilisés pour la « gestion de bilan ». Cf. par exemple Jacquillat, B., Solnik, B., 2002, *Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques*, *op. cit.*, p. 225.

Moi : mais très mal, parce que tu n'est pas satisfaite de leurs résultats ?

Nicole : ben, si tu veux, grosso modo*, ce sont des gens qui sont très très très traditionnels, qui n'ont jamais vu un dérivé de leur vie, qui euh… pour eux l'allocation c'est de savoir si tu mets plus d'actions, plus d'obligues, à un moment ou à un autre, c'est tout. Ils ne se préoccupent pas du tout de savoir quels sont les passifs des clients, à quoi les clients sont vraiment sensibles, dans leurs intérêts. Ils ne s'occupent pas du tout de savoir, aussi, quelles sont les expertises de la maison. On a la chance d'avoir dans Acme plein plein plein d'expertises différentes, mais, je veux dire, ils ne vont même pas voir ce qui se passe, ils ne vont même pas essayer de comprendre ce qu'on fait dans les différentes filiales, dans les différents départements d'Acme. Ils se contentent de faire leur truc dans leur petit coin et évidemment ça satisfait personne et le problème c'est que ça satisfait pas non plus les clients, donc forcément c'est un souci. C'est un gros souci dans Acme, actuellement…*

Moi : parce qu'en plus ici les équipes, enfin, pour ce que j'ai pu entendre, sont vraiment orientées à des solutions très spécifiques pour les clients, c'est pas…

Nicole : ah oui, tout à fait ! je veux dire, une caractéristique de cette équipe, pour tout le monde, c'est de dire euh… il faut qu'on trouve des choses qui soient adaptées aux besoins des clients. C'est-à-dire on n'est pas euh… il n'y a personne ici qui fait des modèles pour faire des modèles, qui se fait plaisir en faisant des trucs et en se disant : « de toute façon on s'en fiche si c'est vendu ou pas, c'est rigolo… ». C'est pas du tout ça. A chaque fois on part d'une situation client et on se dit ben : « qu'est-ce qu'on peut imaginer pour répondre à cette situation-là de façon intelligente et puis vendre notre solution au client ? ». C'est toujours ça la démarche. C'est grâce à cette démarche-là qu'on a monté toute l'équipe. Il n'y a pas eu d'autre… c'est toujours le fil conducteur de ce qu'on fait ». Par rapport à l'explosion de la bulle Internet, le constat de Nicole était très différent de celui de Fernand. Plutôt que de voir comme unique solution de désinvestir dans cet actif à ce moment-là, elle proposait de *« développer les produits dérivés »*.

Comme on l'a vu dans le cas du CDO Luxor, les *swaps* qui constituent en partie le rapport de crédit sont très différents selon les acteurs. Dans chaque cas, ils répondent à des enjeux fiscaux particuliers, mais aussi à des capacités de financement spécifiques à chaque institution. Alors que la participation de la GBB est un apport massif de capital, celle de l'A.I.G. se fait sous la forme d'un contrat d'assurance. Ces *swaps* étaient construits selon des standards pour les CDO. Il en était de même pour les tranches vendues aux clients traditionnels d'Acme qui, plus réticents à s'engager dans un investissement en ABS, pouvaient les revendre à des tiers. Dans les trois cas, les contrats répondaient de manière plus

fine aux spécificités des bilans de chaque institution que l'investissement massif dans des indices d'actions ou d'obligations, proposés plus ou moins à l'identique pour tous les clients.

Cette logique, défendue par Nicole, était la même pour les autres dérivés. Elle impliquait d'analyser au cas par cas, pour chaque client ou type de client, les caractéristiques de ses sources de revenu et de ses engagements financiers. Alors que les banques disposent de réserves qu'elles peuvent investir dans des titres plus ou moins liquides, les assurances tirent leurs revenus d'un flux continu de cotisations de leurs clients. Cette approche suppose de considérer les marchés financiers comme des opportunités d'investissement selon les caractéristiques du client, et non simplement selon la valeur fondamentale de long terme des actifs qui y sont vendus. Les actifs sont plutôt compris comme des ensemble statistiques plus ou moins stables, selon l'évaluation relative qui les rend comparables, comme on l'a vu dans la première partie de ce texte pour le cas des fonds indiciels. Il ne s'agit plus de Michelin ou de Boeing selon le regard de Marcel Dassault, sans *benchmark* et à un moment donné de sa vie, mais de secteurs, ou de classes d'actifs, dont les évolutions sont lissées dans le temps par un regard statistique, par rapport à des enjeux budgétaires d'institutions financières. Le principe des ABS et des CDO est, comme je l'ai décrit plus haut, similaire : il s'agit d'agglomérer des sous-jacents dans des titres uniques. Dans le cas d'un CDO, ceci est à nouveau fait pour chaque ABS. Certains CDOs dont le sous-jacent est lui-même fait de CDOs, les « CDOs square », ne font que reproduire cette opération une troisième fois. L'achat d'un CDO est alors l'achat d'un investissement sur une classe d'actifs, constituée, par le contrat de CDO, en un flux monétaire unique et stable, qui corresponde aux types de calcul effectués par l'entreprise cliente particulière.

A l'époque de mes observations, les départements Equity et Fixed Income connaissaient une réduction progressive des fonds qui leur étaient alloués par leurs clients. Le Département Structuré, avec d'autres, connaissait, comme je l'ai décrit, une croissance importante. La remarque finale de Nicole marquait une norme qu'elle allait annoncer lors de sa prise de pouvoir : les équipes allaient devoir développer de nouveaux produits pour attirer une clientèle dont elles seraient plus responsables. Au lendemain du changement de direction, on pouvait percevoir une redistribution entre des gagnants et des perdants au sein de l'entreprise.

Les gagnants et les perdants : les nouvelles règles de la « création de valeur »

Mi-juin 2004, quelques jours avant mon départ d'Acme, s'est tenue une réunion ouverte à tous les employés de l'entreprise, intitulée *« Révision des Activités »*, dans laquelle

Nicole annonçait les grandes lignes du changement. Une trentaine de personnes étaient présentes, de tous les départements, notamment des chefs d'équipe. Les directeurs des départements Equity et Fixed Income étaient absents, de même que de nombreux managers de section. JP était présent par conférence téléphonique. Les tables formaient un grand cercle autour duquel nous étions assis. Dans une atmosphère électrique et pesante, Nicole, contrairement aux autres, était assise sur une table, en biais, dans une posture visiblement décontractée. Lucien, manager de la section des produits dérivés et des indices dans le Département Structuré était assis à une chaise à côté d'elle, visiblement content. La réunion devait être composée d'une présentation générale faite par Nicole et de questions des participants.

Nicole commença par passer en revue de l'évolution d'Acme jusque-là. Elle expliqua que l'entreprise n'avait pas suffisamment *« adapté les produits aux marchés et aux besoins d'innovation »*, ce qui devrait être fait lors de la nouvelle réorganisation. Celle-ci visait à répondre aux demandes des *« clients »* qui *« disaient qu'on ne leur propose pas assez de solutions innovantes »*, notamment dans trois secteurs. D'abord l'Allocation, qui *« gère de manière trop traditionnelle, n'accepte pas certaines classes d'actifs, des instruments qui rendent la gestion plus sure et plus active »*. Ensuite, le département Fixed Income, dans lequel *« il y a énormément d'équipes et le problème n'est pas, comme pour l'Allocation, la qualité, mais seulement l'organisation »*. Et finalement le Département Structuré : *« il s'est développé énormément. On est à un point charnière. On aurait pu se séparer davantage : on a décidé que la culture quantitative et entrepreneuriale ne devaient pas être séparée, mais au contraire diffusée dans Acme »*.

Nicole détailla ensuite les réorganisations : le directeur du Fixed Income changerait, elle-même prendrait la tête de l'Allocation, le Département Structuré serait dirigé par JP sans les *hedge funds*, qui seraient intégrés dans nouveau Département des Hedge Funds, auquel seraient intégrés les *hedge funds* qui étaient rattachés au Fixed Income et n'avaient pas pu être transférés ailleurs *« parce que pour l'instant ça semblait poser des problèmes psychologiques insurmontables »*. Le département Equity, dont elle parla à peine et qui était dirigé directement par Fernand, serait désormais dirigé par Yves (tous deux étaient absents à la réunion). Les équipes du Département Structuré travaillant dans la production de produits dérivés et d'indices travailleraient directement au sein de l'Allocation et leur manager, Lucien, deviendrait le second de Nicole. Nicole conclut sa présentation d'une demi heure en disant : *« Cette structure correspond aux besoins des clients et aux besoins de management. Je ne suis jamais arrivée à réunir tant de gens dans une réunion, donc j'écoute vos*

questions ». Les près de trente personnes présentes sont alors restées silencieuses pendant près de quinze secondes, à quoi Nicole répondit en disant : *« Waw ! bon, je vais parler de la phase de transition »*.

S'ensuivit une discussion de vingt minutes menée essentiellement par Nicole, Lucien et JP, dont on entendait la voix par un haut parleur. Lucien et JP posaient des questions sur la manière dont seraient distribués les moyens de *« support »*, sur quelles équipes seraient intégrées à leurs départements. Ils demandaient aussi des précisions sur la réorganisation des équipes commerciales d'Acme, qui jusque-là avaient monopolisé l'accès à certains clients, sous la direction de Fernand à l'Allocation. A plusieurs reprises, avec un ton ironique, Nicole pouffait ou disait qu'elle préférait d'abord s'assurer que la porte de la salle était fermée avant de répondre à la question.

La réunion fut ainsi dirigée par les trois personnes qui gagnaient le plus à la réorganisation. Les grands perdants, comme les directeurs des autres départements qui perdaient leurs postes, en étaient absents. Certains chefs d'équipe des départements qui allaient être obligés de se réorganiser, du point de vue du management ou de l'orientation de l'investissement, comme dans le Fixed Income ou les Equities, visiblement préoccupés, gardaient un silence attentif. Leur présence à la réunion semblait être une manière d'exprimer le fait qu'ils étaient prêts à participer de la nouvelle réorganisation, leur absence ayant pu apparaître comme un aveu d'échec.

A la sortie de la réunion, certains chefs d'équipe qui espéraient gagner avec le changement, comme le responsable de l'investissement en *hedge funds*, se sont empressés d'aller faire des demandes concrètes à Nicole. Dans les heures et les jours qui suivirent, j'ai eu l'occasion de marcher dans l'étage du département Equity, dans lequel la réorganisation, avec un transfert de fonds vers le Département Structuré et des Hedge Funds signifiait probablement une *« réduction d'effectifs »*. Passant à côté de Thierry, analyste des petites capitalisations cité dans la première partie de ce texte, j'ai eu une interaction de quelques secondes qui en disait long sur la situation. Il était assis à une table de réunion et discutait à voix basse avec d'autres employés :

Moi : ah salut ! ça va ?

Thierry : ben pas trop !!

Moi : ah bon ? pourquoi, à cause de la réorganisation ?

Thierry : ben évidemment !

Moi : mais vous ça ne vous touche pas tant que ça ?

Thierry : c'est ce que tu dis ! vos équipes peuvent être tranquilles, mais nous, on va voir ce que ça va donner !

Gêné par ce qui semblait être un reproche face à mon manque de sensibilité pour la situation, j'ai continué mon chemin en lui souhaitant bonne chance. Son équipe avait eu de bonnes performances, selon ce qu'il m'avait dit, ce qui m'avait laissé penser qu'il ne risquait pas grand-chose. En même temps, j'ai vite réfléchi qu'avec la réorganisation, la gestion classique perdrait du poids et que les analystes de petites capitalisations étaient un des probables premiers échelons à disparaître. Ceci me semblait dû au fait que les fonds pour lesquels ils travaillaient pesaient peu dans l'allocation et que le département allait être repris par Yves, que j'ai aussi cité plus haut, et qui était responsable des grandes capitalisations, c'est-à-dire qui aurait peut-être tendance à défendre ses anciennes équipes en cas de licenciements. Ce type de calcul, peut-être faux, était fait par tous les employés, distribuant ainsi les personnes entre des gagnants, des perdants et d'autres qui, dans une certaine incertitude, se situaient plus ou moins dans un des deux camps.

Nicole avait annoncé la logique générale de réorganisation en disant vouloir étendre la *« culture quant et entrepreneuriale »* du Département Structuré au reste d'Acme. Ceci s'accompagnait d'une redistribution des fonds à gérer entre équipes qui favorisait nettement celles de son département de rattachement et qui correspondait à sa manière de présenter, en entretien devant moi, ce que devait être le but de l'investissement pour une entreprise de gestion. De tous ces points de vue, l'équipe ABS se trouvait parmi les gagnants de la restructuration d'Acme. La manière dont elle s'intégrait à celle-ci allait dépendre en partie des personnes qui la composaient et des stratégies d'investissement qui leur étaient disponibles à ce moment. C'est ainsi que l'équipe commença à développer des projets d'investissement avec lesquels pris part directement à certaines des logiques qui conduisirent à la *« crise »* de l'été 2007.

2) Le changement de stratégie d'investissement dans l'équipe ABS

Avec la baisse des taux et des *spreads*, la stratégie de *buy and hold* menée par l'équipe jusque-là ne semblait plus rentable. Par ailleurs, l'équipe avait vu ses fonds sous gestion croître fortement et semblait devoir embaucher des membres supplémentaires. La restructuration d'Acme apparaissait comme une opportunité dans ce contexte. Cependant, les positions des deux gérantes senior étaient différentes quant à la manière de poursuivre les logiques de l'autonomie et de l'expertise. Dans la hiérarchie de l'équipe, les autres membres

étaient dans une position d'attente par rapport aux propositions que feraient Isabelle et Gwenaëlle, dont la tâche, plus ou moins assumée, était de décider des prochaines orientations qu'elles négocieraient avec leurs supérieurs.

Les deux enjeux pour l'équipe : changer de stratégie d'investissement et continuer de croître

Jusque-là, l'équipe s'était spécialisée dans l'investissement de long terme dans les tranches les mieux notées d'ABS. Les fonds sous gestion étaient essentiellement investis dans des tranches AAA et AA. Elles composaient par exemple 90% du portefeuille du CDO Luxor. Alors que comme on l'a vu, au moment de la définition du *process*, Gwenaëlle avait prévu que les tranches AAA des RMBS paient 30 bp, elles payaient, six mois plus tard, autour de 20 bp. S'étant donné des marges dans la définition des règles, Gwenaëlle arrivait néanmoins à maintenir l'investissement rentable selon la structure prédéfinie. Mais elle m'expliquait qu'un autre fonds, créé auparavant, était resté vide dans l'attente d'un retournement des *spreads*, parce qu'il n'avait pas été structuré avec autant de flexibilité. Ce qui semblait clair était qu'avec les nouveaux prix, l'équipe ne pourrait pas proposer à nouveau à ses potentiels clients un CDO comme Luxor. Les *spreads* étant trop bas, la structure ne dégagerait pas assez de revenu pour payer tous les participants au même niveau que Luxor, alors même que ce CDO était, comme on l'a vu, considéré à la limite du rentable.

Pour continuer à investir en ABS, tous les membres de l'équipe considéraient qu'il fallait développer deux nouvelles stratégies. L'une consistait à spéculer à court terme sur les tranches les mieux notées. L'autre consistait à s'orienter vers les titres moins bien notés, notamment les BBB et BB. Ces titres payaient à l'époque plus de 75 bp, c'est-à-dire qu'ils dégageaient des revenus bien supérieurs au sous-jacent du CDO Luxor, qui pourraient donc être distribués aux différents acteurs avec des profits considérables pour l'équipe. Selon la logique qui met en lien le *« risque »* et le *« profit »*, les acheteurs de tranches ou les partenaires dans des contrats de *swaps* avec ce CDO espèreraient obtenir des revenus plus importants. Mais dans la stratégie de l'équipe ABS, ceci signifiait que leur marge, proportionnelle à celle des autres participants, serait aussi, en volume, beaucoup plus importante. L'investissement dans des tranches moins bien notées supposait néanmoins de changer de technique d'investissement. Isabelle et Gwenaëlle remarquaient que les tranches AAA, à de très rares exceptions près, n'avaient pas connu de *downgrade* depuis de longues années, ce qui les rapprochait des bons des Etats riches. Par contre, les tranches moins bien notées connaissaient certaines variations, notamment celles qui étaient notées en dessous de

BBB. Par ailleurs, des variations dans les prévisions sur l'évolution des taux d'intérêt, même dans le cas où ceux-ci ne changeaient pas, affectaient, comme je l'ai expliqué dans le chapitre B, la valeur nominale de l'ABS. L'investissement devait donc être attentif à deux données fondamentales sur le court terme : l'évolution du sous-jacent, du fait du danger d'un *downgrade* et l'évolution des *spreads* pour profiter d'une hausse des prix des nominaux ou éviter les pertes dues à leur baisse. Dans cette optique, l'ABS était défini autant par sa valeur spéculative que par sa valeur fondamentale.

Le deuxième enjeu pour l'équipe était sa croissance en termes d'effectifs. Jusqu'à ce moment-là, chaque embauche, négociée auprès de JP et de Nicole, devait se justifier pour des raisons opérationnelles et, du point de vue budgétaire, devait entrer dans les coûts payables par les bénéfices produits par l'équipe, dont on a vu qu'il était impossible de les distinguer trop clairement de ceux de leurs partenaires des équipes de structuration et d'investissement en CDOs. Selon Gwenaëlle, l'équipe était *« sous-staffée »* au point où *« ça commen[çait] à devenir dangereux »*. Ceci concernait le *« contrôle des risques »* mais aussi la production de documents d'analyse d'ABS. Dans les contrats de gestion, l'équipe s'était engagée à le faire. J'avais été embauché pour remplir cette tâche et j'allais être remplacé par un stagiaire à mon départ. Mais Isabelle et Gwenaëlle disaient en avoir *« marre d'embaucher des stagiaires »*, car elles perdaient trop de temps à les former et à les intégrer. Elles voulaient *« pérenniser les postes »*, ce qui impliquait des frais supplémentaires. Si l'équipe allait développer de nouveaux projets, il lui faudrait embaucher un gérant supplémentaire et un ou deux postes d'assistants, ce qui dégagerait du temps pour que les gérantes senior puissent penser à de nouveaux produits à proposer aux clients, tout en participant plus activement dans la commercialisation.

La restructuration d'Acme semblait indiquer clairement que l'équipe recevrait plus de fonds à gérer de la part de l'Allocation et que JP disposerait de plus de moyens pour trouver de nouveaux clients en dehors de la clientèle traditionnelle de l'entreprise. L'équipe allait donc avoir plus de moyens pour poursuivre sa croissance en développant une nouvelle stratégie. Par rapport à cet horizon, Isabelle et Gwenaëlle se positionnaient différemment, ce qui allait influer sur la composition de l'équipe et la manière dont elle organiserait l'investissement dans le futur.

Les positions divergentes des deux gérantes senior

Pendant mon stage dans l'entreprise, j'ai pu observer les membres de l'équipe exprimer leurs points de vue sur leur place dans l'équipe à différentes occasions. Dans des

commentaires parfois rapides, lors des pauses « café », à l'heure du déjeuner, devant toute l'équipe ou de certains de ces membres, ou en tête-à-tête, voire à huis clos pour les entretiens. Ce dernier moment a souvent été l'occasion de reformuler des positions qui avaient déjà été exprimées parfois un peu différemment à d'autres moments. Mon entretien avec Isabelle a eu lieu peu après la restructuration. Avec Gwenaëlle, j'en ai conduit deux, un avant et l'autre après. Dans les deux cas, ces entretiens sont intéressants moins parce qu'ils dévoileraient une vraie posture ou sensation des gérantes que par les possibilités qu'ils décrivent, multiples mais aussi limitées, pour leur pratique. Dans ces possibles, les gérantes agençaient trois éléments de manière différente : l'organisation du travail, la valeur des ABS et le lien entre la vie professionnelle et la vie privée, notamment la vie de famille.

Isabelle avait du mal à se réconcilier avec le changement d'approche dans l'investissement. Elle considérait aussi que l'autonomie de l'équipe la mettait dans une situation de responsabilité trop forte et que cette pression pesait sur sa vie familiale, sous la forme d'une identité de genre qu'elle vivait difficilement. En entretien, elle louvoyait, essayant d'intégrer ses critiques et les nouveaux défis d'investissement dans les discours légitimes sur l'autonomie et l'expertise de la valeur fondamentale.

Dans le même entretien où elle affirmait l'importance absolue de l'évaluation fondamentale et l'utilisait pour justifier la mise à l'écart de Michel, Isabelle essayait de légitimer le fait que l'équipe allait devoir s'orienter vers une approche plus spéculative. En parlant de ses déconvenues avec le prédécesseur de Michel, qui avait une approche de *trader*, elle me disait : *« C'est sûr que j'en ai tiré quand même des conclusions à titre personnel de me dire que c'était débile, parce que c'était une autre source de valeur et qu'on pouvait pas rester que sur une seule source de valeur. C'est tout ça qui a fait qu'on est arrivé au cheminement de se dire : « maintenant, il faut gérer de façon beaucoup plus active, décider d'acheter des choses, même si on ne les aime pas trop ». On n'est plus radical à ce point, de se dire : « je n'achète que ce que j'aime ». Il y a d'autres moyens de faire de la valeur en se rapprochant de ce qui pour moi est très opposé à ma mentalité, mais… je commence à accepter que ça a de la valeur de faire du* trading*, d'acheter et de vendre, de jouer sur des décrochages, même si on se fiche des fondamentaux. Tout le truc que j'ai toujours euh… jamais compris quoi ! Comment on peut faire, acheter et vendre dans la même journée, quand j'étais sur le* pit*. Tout ce truc-là, je commence à voir que ça a du sens dans un autre type de stratégie et que… il ne faut pas se le couper. Mais je reste quand-même fondamentalement attachée aux croyances de crédit. Nous on gère des fonds pour du* Fixed Income*. Est-ce que quand on gère des fonds pour des compagnies d'assurance, on peut pas aller faire du*

spiel[538] *! Mais là aussi, j'évolue pas mal, dans mes sources de valeur. Je pense que ces mecs-là apportent de la valeur ! Même si je trouve que c'est de la valeur surfaite, c'est de la valeur… et donc il faut que j'arrive à intégrer ce type de fonctionnement dans l'équipe.*

Moi : parce que tu disais que vous allez le développer maintenant, plus ?

Isabelle : mais naturellement. Je vois Bastien, il tend plus vers ça aujourd'hui, il va avoir plus ce type de chose, de dire : « bon je le garde six mois, mais après je le revends, parce qu'une fois qu'il tape ce niveau-là, je pense que ça ne vaut plus la peine ». On commence tous à prendre ce truc de marché, à avoir le petit sentiment de marché, le truc euh… le réflexe du trader *quoi. Le* trader *il marche sur le* feeling*. Le* feeling*, mais, on ne l'avait absolument pas et on commence un peu à… mais on n'y est pas* […]*. Je trouve que c'est nouveau, mais on doit l'intégrer ».*

La tension avec la logique de l'autonomie était tout aussi forte. D'une part, Isabelle la mettait en avant pour expliquer son rapport avec les membres de l'équipe. D'autre part, elle la voyait comme une limite au développement de nouvelles stratégies, qui reposaient trop sur elle : *« J'ai une étiquette de savoir-faire en structuration, donc automatiquement, ce qu'on va me demander quand c'est mes propres* deals *de gestion, alors que normalement je devrais être cantonnée à l'activité de gestion, c'est de voir un peu aussi sur la structuration. Mais ça j'essaie de moins le faire, parce que sinon, ça veut dire que je fais un peu de tout et ça déresponsabilise ceux qui doivent faire la structuration. Que ce soit Agora, que ce soit Luxor, j'ai clairement expliqué que je ne ferais pas de relecture de documents, que c'était pas ma responsabilité, que je ne donnerais pas de commentaires sur la structure, qu'on se cantonnerait nous dans notre rôle de choix des actifs. Parce que c'est pas toujours très sain de penser que tu seras là à la fin, pour regarder et donc, les gens regardent moins dans le détail parce qu'ils savent que tu seras là, derrière.* […] *Je pense que c'est pas forcément un cadeau à faire aux gens de toujours prendre en charge* […] *Je veux pas qu'on dise : « ah ouais, moi je fais ça parce qu'on m'a dit de faire ». Je veux que les gens s'attribuent les décisions* […]

Moi : et quelque part JP, il vous a laissés un peu seuls ?

Isabelle : le problème qu'on a avec JP c'est qu'il ne connaît pas du tout du tout les ABS. Il n'en a pas la moindre idée de ce que ça peut être. Ce qu'il connaît c'est les CDOs, parce qu'il s'est impliqué là-dedans. […] *Lui c'est un mec de marché, pas de banque. Et puis c'est aussi, je pense, une erreur de ma part, c'est que une nouvelle fois, dans ma méthode de*

[538] « Jeu ».

fonctionnement, je n'implique pas ma hiérarchie. Parce que j'estime que c'est ma responsabilité de régler les problèmes. Et je me rends compte que, au bout d'un certain temps, quand tu fais ça, ta hiérarchie elle est habituée à ne jamais être impliquée et donc elle te dit : « ben, ça tourne ! », et donc elle se déresponsabilise du quotidien. […] *La grosse variable pour moi, c'est l'implication personnelle. Je peux plus me prendre le stress des achats, je ne peux plus me prendre le stress des structurations, je ne peux plus me prendre le stress du marketing.* […] *C'est quand même des métiers qui sont stressants dans euh… pas de droit à l'erreur, bon choix de crédit,* […] *Aujourd'hui, si j'ai un problème sur un ABS, je me tourne vers qui ?! Personne !*

Moi : Gwenaëlle, Bastien ?

Isabelle : oui, mais bon, si tu veux, c'est généralement eux qui m'ont remonté le problème, parce que s'ils n'ont pas réussi, à leur niveau, ça veut dire qu'il n'est quand même pas simple. T'as un problème à gérer, tu dois prendre une décision, tu te retournes vers qui ? […] *Ce qui me manque, moi, dans cette organisation, c'est pas quelqu'un qui m'explique les problèmes techniques* […] *mais le petit truc qui va faire que tu vas prendre la bonne décision, juste un relais, quelqu'un à qui t'expliques à haute voix et avec qui, juste le fait d'avoir expliqué te donne la solution. Aujourd'hui, avec le fait d'être super spécialisés, on a pas ça* […] *T'as deux solutions : soit tu t'autocensures et tu prends la solution la plus* low profile[539]*, tu t'impliques pas, soit tu prends une décision arbitraire.* […] *On a besoin d'échanger, parce que la prise de responsabilité, s'il n'y a pas d'échange, elle est totale.* […] *A la fin de la journée, en tant qu'investisseur, t'es tout seul face à ton écran.* […] *Tes croyances fortes, il faut que tu les tiennes, moi mes croyances fortes, je les ai tenues parce que je n'ai qu'un principe. Si je fais un truc qui est contre ma croyance forte et ça se retourne contre moi, je vais me dire, je suis la dernière des abrutis ».*

Le manque de soutien à la décision quotidienne, basée sur des *« croyances »* concernant la valeur, légitimait les tâches d'Isabelle consistant à rendre effective la figure de l'investisseur libre. Cette logique avait justifié, selon Isabelle, ses luttes comme chef de l'équipe ABS, depuis ses débuts, pour disposer de ses propres fonds à investir et, par là, de ses propres commissions et bonus. En même temps, Isabelle considérait que la recherche de revenus personnels de la part des gérants entrait en contradiction avec la logique de l'expertise de la valeur fondamentale, qu'elle risquait de mettre à mal : *« je ne travaille pas pour gagner de l'argent, je travaille parce que c'est intéressant* […] *je suis issue d'une*

[539] « Perfil bas ».

famille de la fonction publique […] *donc la relation avec l'argent, chez nous, c'est : « je dois rapporter ce que je coûte à ma société »* […] *une famille de serviteurs de sa boîte* […] *à la Banque de Crédit* […] *c'était : « est-ce que je suis reconnue pour mon boulot » et : « est-ce que j'ai droit à la reconnaissance ». Moi, ma reconnaissance c'est pas par l'argent, mais par le respect de la hiérarchie, la reconnaissance du travail bien fait* […] *moi ce qui m'a toujours choqué, ce qui a été à la base de mon divorce avec la Banque de Crédit c'était quand les gens me demandaient sur un nouveau projet ce que ça leur rapportait à titre personnel,* […] *pour moi c'était le comble* […] *de dire, pas : « qu'est-ce que ça rapporte à ma boîte » mais c'est : « qu'est-ce que ça me rapporte personnellement avant que j'étudie ce que ça rapporte à ma boîte »* […] *j'ai beaucoup évolué parce que je suis dans ce milieu et aujourd'hui je me rends compte, j'ai appris, j'ai commencé à comprendre que dans ce milieu, la reconnaissance, que moi je cherchais par le travail bien fait, la reconnaissance de sa hiérarchie, la reconnaissance de ses clients, dans le monde financier, dans le monde des marchés, la reconnaissance elle passe par l'argent. Du moment où j'ai compris ça, je me suis dit il ne faut pas le voir comme un épouvantail, c'est le mode de fonctionnement.* […] *J'ai mis du temps à comprendre, mais j'ai compris que comme la reconnaissance passait par là, il fallait jouer les règles du jeu et c'était débile de jouer contre les règles du jeu, attendre la reconnaissance par quelque chose qui n'est pas la règle du marché. Mais j'ai mis quatre ans à la comprendre* […] *surtout ici, parce qu'à la Banque de Crédit j'ai pris la claque* […] *Dans mon état d'esprit, j'ai accepté ces règles du jeu-là, à la seule condition que ça ne remette pas en cause le caractère professionnel de ce que je fais. Si ça doit modifier mon mode de fonctionnement, d'un point de vue professionnel, si je dois aller jusqu'à me rendre compte que je me mets à réaliser des choses uniquement* drivée[540] *par ce critère, et non par un critère que moi j'estime être professionnel, c'est-à-dire l'intérêt sur le long terme, l'intérêt pour ma boîte de le faire, ça veut dire que j'aurais été trop loin et que je serai prête à arrêter tout du point de vue business. J'ai testé ces limites il y a pas longtemps, je me reconnais pas. Mon but dans la vie, c'est de pouvoir me regarder dans la glace, dans mes prises de décision, et si mes prises de décisions c'est* drivé *que par le fric, c'est la fin de tout ».*

Selon Isabelle, le danger de ne pas pouvoir *« se regarder dans glace »* dans la prise des *« décisions »*, qui devraient être basées sur ce que fait le caractère professionnel du travail du gérant, l'investissement à long terme bénéfique pour tous les participants à l'échange, était atteint dans l'organisation par équipes à Acme et aboutissait au même résultat que

[540] De l'anglais « to drive », « diriger ».

l'organisation à la Banque de Crédit. En parlant de son rapport avec JP Isabelle me disait: *« on* deale[541] *dans ce marché-là, tu* deales *pour tout, toutes les relations professionnelles, c'est du* deal*. Donc tu* deales *avec tes* sales*, tu* deales *avec ta hiérarchie, tu* deales *avec ton organisation, c'est du* deal *permanent ! Tu* deales *en réorganisation, tu* deales *en expertise, enfin, c'est ça que j'ai aussi du mal à accepter. C'est-à-dire que quand je discute avec mon chef, je* deale *! Ce que je lui dis, c'est : « je n'ai pas envie de* dealer *avec toi, t'es mon chef ! C'est-à-dire que soit c'est quelque chose qu'on fait parce qu'on a tous envie de le faire, soit on ne le fait pas. Mais je suis pas en train de te dire : « je fais ça, comme ça, ça t'arrange là-dessus, je t'aide à faire ce* deal-*là comme ça tu m'aideras » non ! t'es mon hiérarchique ! ». Tu vois, c'est vraiment des mentalités poussées à l'extrême où tu* deales *pour tout… tu* deales *avec ta boîte ! Tu vas voir Acme, tu* deales*, tu leur dit : « bon, maintenant, je veux telle réorganisation parce que comme ça, je vais avoir plus de fonds », c'est marrant ça !* […]

Moi : et du coup tu sens que tu dois faire ça aussi avec les gens sous ta responsabilité ?

Isabelle : moi, en fait, ce que j'essaie c'est de gérer ça, donc les relations avec l'extérieur, de faire le paratonnerre, c'est de faire en sorte que les gens de l'équipe ne soient pas impliqués pour toutes ces choses-là, qui sont du marchandage de tapis pour tout. C'est ce que j'ai fait jusqu'à présent. Aujourd'hui j'estime que, pour Gwenaëlle c'est clair, pour Bastien aussi, aujourd'hui, il faut qu'ils commencent à se confronter à ça ».

La logique de l'autonomie de l'investisseur, organisée dans le Département Structuré à travers l'autonomie d'équipes qui cherchent à accroître leurs revenus en augmentant leurs fonds sous gestion, pouvait être poussée, selon Isabelle, à l'extrême où elle entrait en conflit avec les autres éléments constitutifs des tâches de gestion de fonds pour tiers et censés les légitimer : la « création de valeur » pour *tous* les participants. Alors qu'Isabelle avait tenu à « préserver » son équipe de ce conflit pour qu'elle puisse se concentrer sur l'expertise de la valeur fondamentale, elle m'expliquait que la contradiction était devenue trop forte pour qu'elle continue avec les mêmes pratiques. Face à ces tensions, la réorganisation était pour Isabelle le moment de se reposer la place du travail dans sa vie non professionnelle, notamment dans ses relations familiales. La réflexion sur l'autonomie et la responsabilité du gérant était alors en partie une discussion de son identité de genre : *« moi mon problème c'est que, j'ai une famille, et moi ce qui m'intéresse, c'est que je ne veux pas sacrifier ma famille pour mon boulot. Tu travailles comme un cinglé, tu travailles beaucoup. Pour des raisons*

[541] « On marchande » ou « on négocie ».

personnelles, qui faisaient que j'avais besoin de travailler, beaucoup, parce que c'était pour moi une échappatoire et c'était quand-même là où je pouvais être et bosser beaucoup pendant cinq ans. Maintenant j'ai besoin de rééquilibrer un peu les choses. […] *Tu te dis : « tu fais ça pour quoi ? ». C'est pas pour faire un truc plus intéressant, t'es déjà au max. C'est pour l'argent ? c'est pour quoi ? Pour des raisons personnelles ? On se pose tous ce genre de questions aujourd'hui. Des gens comme Roger*[542]*, il a décidé de se mettre aux quatre cinquièmes, il va chez lui pendant trois jours, c'est la façon dont il gère le truc. Rachel et moi on ne sait pas faire ça.* […] *Aujourd'hui je sais que physiquement, je ne tiendrai pas encore des années comme ça, j'en ai marre hein, marre !* […] *Si tu discutes avec Rachel, Gwenaëlle et moi, c'est la pression supplémentaire, c'est-à-dire qu'on doit être sur les deux trucs, et on sait qu'on a pas de corde de rappel sur les deux trucs. On doit faire comme les autres malgré nos situations familiales. Donc c'est autant plus de pression parce qu'on sait que c'est là-dessus qu'on pourra nous mettre en défaut. Parce qu'on réagit comme ça. Rachel, pourquoi est-ce qu'elle fait tant de marketing ? Parce que, de façon sûrement totalement maladroite, elle a eu des remarques du style : « ben de toute façon, c'est normal, toi avec ton fils, tu ne pourras pas faire de marketing, donc on va le faire pour toi ». Et ça elle le prend comme une attaque de ce qu'elle est capable de délivrer à titre professionnel…*

Moi : mais ça c'est de la part de JP ?

Isabelle : oui : « c'est normal que moi je le fasse parce que vous, vous avez une famille, donc… ». Et pour nous, nous mettre ça comme argument c'est… je ne sais pas comment t'expliquer, c'est la seule chose qui nous fera surréagir et nous faire partir dans l'autre sens. C'est euh… on ne veut pas que notre caractère de mère de famille puisse impacter ou puisse être mis en avant dans les cadres de nos modes de fonctionnement professionnel […] *On se mettra des exigences d'être toujours là, le* meeting *du soir on y est* […] *Il y a jamais eu un truc où on a dit : « non ».* […] *Rachel est partie enceinte aux Etats-Unis quatre fois pendant une semaine, elle a fait tous les voyages si tu veux, parce qu'il était hors de question qu'un jour on puisse lui dire : « ouais mais tu comprends… ». Et Nicole c'est pareil, jamais elle ne te parlera de contraintes personnelles* […] *Ce qui est totalement différent avec les mecs ! Les mecs c'est la première chose qu'ils mettent en avant pour dire qu'ils ne feront pas. Premier argument de JP c'est : « vous comprenez, je ne peux plus voyager, je me marie, ma femme ne voudra pas ». C'est exactement dans les faits l'inverse. Roger te dit :* […] *« je passe aux quatre cinquièmes, parce que tu comprends, ma femme ne*

[542] Chef de l'équipe investissant en CDOs.

peut pas gérer toute seule les trois gamins, je ne suis jamais là » et tout ! Pour moi ce serait euh… on a toutes décidé de travailler […] *c'est un choix personnel et on l'assume. Et on a des maris qui l'on accepté aussi.* […] *On doit pouvoir faire des boulots équilibrés des deux côtés. Mais paradoxalement pour moi, c'est tout le contraire, c'est surtout les mecs qui vont arguer sur ça pour te dire : « tu comprends je rentre parce que… ». C'est ça ! L'argument de JP, et tout le monde le comprend ! C'est ça qui est marrant, et nous on trouve ça comme une injustice flagrante ! On nous dit qu'on est des minettes et donc qu'on a des contraintes et c'est normal que… on fait tout pour lutter contre ça, et c'est les mecs qui nous disent : « tu comprends, il faut que je passe aux quatre cinquièmes parce que ma femme elle n'arrive pas à s'occuper des trois gamins ». La femme de Roger elle travaille pas ! Elle a trois gamins, moi j'en ai deux et je travaille toute la journée !* […] *le nombre de types qui te disent : « ah ouais, j'ai ma femme, elle va râler, il faut que je rentre », nous on ne dira jamais ça, jamais* […] *c'est l'image qu'on attend que tu projettes.* […] *c'est vachement ancré, d'autant plus ancré que, comme tu le dis, on est dans une salle de marché quoi. Et puis c'est aussi un peu de notre faute, parce qu'on surréagit à ça. On est tellement, tellement énervées qu'un jour on puisse nous dire qu'on a mis en avant nos vies de famille et que c'est pour ça qu'on a pas bossé, qu'on fait dix fois plus pour être au top des deux côtés. Tu peux pas être au top des deux côtés, c'est pas possible ! Donc tu fais au moins mal un des deux, et au moins quand tu prends tes choix, tu les assumes… »*

Isabelle mettait en avant sa capacité à formuler des choix clairs et à les assumer et se disait néanmoins piégée par sa réaction devant une image de sa vie familiale et de son identité de *« mère »* qui, au nom de cette même logique de l'autonomie, la poussait à travailler encore davantage sans vraiment le « vouloir ». Sur les trois aspects de l'autonomie, de l'expertise de la valeur fondamentale et du rapport entre vie familiale et vie professionnelle, Gwenaëlle, avançait en entretien des positions très éloignées d'Isabelle, tout en reprenant à son compte, comme elle, les discours légitimant ses tâches professionnelles.

Contrairement à Isabelle, Gwenaëlle se disait attirée par les nouvelles perspectives d'investissement, tout en restant floue sur la manière dont elles s'agenceraient avec l'approche de la valeur fondamentale : *« il faut trouver d'autres façons euh… ben de générer de l'alpha, comme on dit. Ça peut être des idées, euh… ben je ne sais pas si Isabelle t'en a parlé, mais nous on a l'idée de faire un fonds* « equity[543] » *d'ABS, parce qu'avec justement, Bâle II, il y aura beaucoup plus besoin de… les banques auront besoin de vendre leur* equity*,*

[543] Pour les titres de dette, on appele *« equity »* les tranches *« below investment grade »*.

ou les corporate *auront besoin de vendre leur* equity*, pour être plus décookés*[544] […] *pour être déconsolidés complètement. Ça peut être aussi avoir des stratégies de gestion beaucoup plus actives, avec beaucoup plus de* trading*...*

Moi : mais ça, c'est pas votre expertise, en même temps… ?

Gwenaëlle : non mais… enfin, moi je considère que, je pense que… je dis ça aussi parce que je viens de là, et peut être que quelqu'un qui vient d'un autre monde te dira euh… verra les choses différemment. Mais je pense qu'à partir du moment où t'as la vue fondamentale, qui pour moi sur ce marché est la vue crédit, rien ne t'empêche de faire du trading*. Le* trading *c'est juste technique, hein. C'est juste à un moment donné prendre les bonnes positions, mais c'est… ce que je pense, le plus important c'est, tu restes dans un cadre où t'es confortable dans le crédit. Parce qu'après le* trading *c'est quoi, c'est juste avoir une vue sur le prix, et la vue sur le prix tu l'as à quoi, tu l'as à trois mois, à six mois, mais tu ne l'a pas à plus longtemps. Personne est capable de savoir quel est le* spread *d'un ABS à six mois…*

Moi : […] *tu penses que tu devras intégrer l'arbitrage avec d'autres produits de* fixed income *?*

Gwenaëlle : ça après on verra comment on jouera le truc, euh… ça on verra, je ne sais pas […] *c'est évident qu'il faudra sans doute avoir une vue beaucoup plus large sur les mécanismes de ce qui fait le prix. Mais ça c'est comme tout, tu ne te lances pas dans le truc sans avoir avant fait des consultations préliminaires. C'est comme quand tu fais ta construction de portefeuille, tu te poses un peu et tu commences à te dire : « bon alors, il en est où le marché »* […] *L'idée c'est d'essayer le truc d'abord sur de tout petits montants pour voir ce que ça donne et après essayer en plus gros* […] *je trouve que c'est vachement plus « crédit » que « taux » et «* fixed income *», c'est-à-dire que c'est bien de comprendre les mécanismes mais, euh…* […] *moi je pense après, c'est plus en partant de ton actif, c'est plus en parlant avec les banques, en essayant de comprendre quels sont les mécanismes qui font bouger les prix, que tu pourrais en tirer quelque chose. Mais en essayant d'appliquer des*

[544] L'accord de Bâle que j'ai décrit en Introduction fixait un niveau de réserves minimum pour l'activité bancaire en général. Les discussions au sein du même groupe, ont abouti à un nouveau texte en juin 2004, à la même époque qu'a eu lieu cet entretien, appelé accords de « Bâle II », visent à rendre les réserves plus proches des engagements des banques. Les titres détenus par les banques devaient être catégorisés selon leur « risque » et devraient être couverts par des réserves adaptées. Beaucoup de banques qui titrisaient leurs dettes rachetaient des ABS pour continuer à tirer profit de l'activité bancaire, qu'elles étaient censées pouvoir évaluer correctement, sans devoir garder de réserves. Les discussions de Bâle II visaient entre autres à obliger les banques à détenir des réserves pour ces titres là, ce qui pouvait conduire soit à une augmentation des réserves, soit à une vente massive de ces titres pour ne pas être obligé de bloquer des liquidités selon le ratio de Cooke, c'est-à-dire se *« décooker »*.

théories euh… parce que c'est vraiment pas taux. […] *je dis ça, enfin… le truc qui pourrait se faire assez vite, c'est le fond* equity*, et puis autrement,* […] *c'est des stratégies différentes, parce que si tu fais du* trading*, il faut le faire sur des notations élevées, pour commencer, il faut y aller progressivement, sur des choses liquides. Le fond* equity *c'est plutôt notre expertise crédit.* […] *je vais continuer à acheter et à gérer des ABS d'une façon ou d'une autre. Moi, un des projets qui m'intéressent beaucoup, mais c'est sans doute des choses à long terme, c'est des fonds* equity *d'ABS.* […] *Moi je me suis positionnée déjà dessus, donc Isabelle le sait* […] *je serai sans doute en première ligne là-dessus ».*

Pour Gwenaëlle, la perspective de mettre en œuvre des stratégies différentes apparaît comme l'opportunité de commencer un nouveau projet. Contrairement à Isabelle, elle ne développe pas un discours hostile au *trading* et à l'évaluation spéculative, mais considère que celle-ci ne remettrait pas en cause son expertise de l'évaluation fondamentale, tout en ne sachant pas comment la définir. Elle distingue clairement en entretien la stratégie d'acheter des ABS mal notés de celle de la gestion *« active »*, alors que c'est justement dans ces notes-là qu'Isabelle voyait de plus en plus de possibilités de gains en faisant du *trading*. Son louvoiement correspond néanmoins à celui de sa collègue, consistant à s'ouvrir à l'évaluation spéculative comme stratégie nouvelle, tout en affirmant qu'elle ne s'écarte pas de l'évaluation fondamentale. Cependant, contrairement à Isabelle, Gwenaëlle affirme son intérêt personnel pour le nouveau projet, alors que son chef le voyait comme une fatalité et le produit d'une évolution *« naturelle »*.

Gwenaëlle se situait aussi sur la tension, décrite par Isabelle, entre l'injonction d'être autonome et le fait de trouver un *« équilibre »* entre un travail dans lequel on a beaucoup de responsabilités et une vie non professionnelle et notamment familiale : *« Je gère bien quand-même.* […] *Moi j'ai toujours été habituée, ben parce que ça me plaît au bout du compte, j'ai toujours travaillé dans de petites équipes avec beaucoup de développement, avec du coup les mains dans le cambouis, parce qu'effectivement, quand il y a personne, eh ben tu fais quoi, parce que tu vas pas laisser tout tomber, donc tu te plains mais tu fais. Et c'est vrai que Rachel, Isabelle, moi, on est sous le même moule, hein. Alors moi, avec un peu plus de recul, parce que j'ai décidé, enfin, c'est vraiment d'une façon objective, d'être un peu plus cool. Donc c'est vrai que je m'investis un peu moins. Je n'ai pas un Blackberry, je ne regarde pas les e-mails le dimanche à j'sais pas quelle heure. Et je compte m'en tenir là. Parce que j'ai pas envie de me faire bouffer.* […] *Je suis surtout fatiguée parce que j'ai une petite fille qui a un an et que les enfants à cet âge-là c'est tuant quoi ! Je suis plus fatiguée en restant à la maison qu'en venant au boulot ! Donc moi je pense que j'ai réussi à pas mal concilier les*

deux. Après, je suis pas sûre que le fait d'être une femme change quelque chose. […] *De toute façon j'ai toujours été claire dans les deux domaines, donc après les gens soit ils acceptent, soit ils acceptent pas ».*

La relation de confiance entre Isabelle et Gwenaëlle avait été marquée, au début de leur travail ensemble à Acme, par leur rapport à la maternité. Gwenaëlle était arrivée en partie pour remplacer Isabelle lors de son congé maternité et cette dernière l'avait remplacée à son tour à son retour. Pour Isabelle et Gwenaëlle, ce *« relais »* avait été une preuve de la confiance qu'elles pouvaient se faire mutuellement, du point de vue de la délégation du travail et du respect de la manière dont chacune agençait sa vie familiale et sa vie professionnelle. En même temps, elles présentaient différemment leur relation à leur vie professionnelle par rapport au fait d'avoir des enfants, toujours dans le cadre de l'affirmation du besoin de prendre des responsabilités et d'être autonome au sein de l'équipe. Alors que pour Isabelle, cette logique impliquait un effacement de son image de « mère » dans la prise de responsabilités professionnelles, la maternité était pour Gwenaëlle une manière de définir des règles et des limites à son engagement auprès de sa hiérarchie et de ce fait une manière de la tester. Gwenaëlle apprit qu'elle était enceinte pendant les négociations d'embauche avec Nicole, JP et Isabelle. En entretien, elle présentait ce processus comme un moment fondamental dans l'affirmation de son autonomie par rapport à sa hiérarchie : *« La première conversation qu'on a eue, je ne savais pas que j'étais enceinte, trois jours après j'ai appris que j'étais enceinte et j'ai fait la négo sans leur dire jusqu'au bout parce que ben, c'était pas la peine de mettre cet élément-là à ce moment dans la négo* [rires]. *On a fait toute la négo* […] *On a négocié le salaire et tout, j'ai vu Nicole et on a négocié le salaire et tout. Et avant qu'ils m'envoient la lettre, avant qu'ils me fassent l'offre écrite, je leur ai dit que j'étais enceinte. Je ne voulais pas les prendre en otage, signer et leur dire après, donc voilà, je leur ai dit que j'étais enceinte et que voilà, maintenant, si ça leur posait problème, ils prenaient la décision. Tu vois, euh… de toute façon pour moi c'était très simple aussi. S'ils ne m'embauchaient pas parce que j'étais enceinte, ben en fait c'était des abrutis* [rires] *donc j'avais pas de regrets à pas y aller et s'ils m'embauchaient, ben voilà, ça ne faisait que confirmer ce que je pensais être un environnement de travail plutôt agréable. Donc voilà, ils m'ont embauchée enceinte et c'était rigolo, comme Isabelle était là, on s'est fait un relais quoi ».*.

Alors que pour Isabelle, limiter son engagement ne pouvait être compris que comme une faiblesse due à son indenté de genre, Gwenaëlle présentait cette capacité à définir des limites à sa prise de responsabilité comme une décision tout aussi responsable, qui au

contraire inspirait un certain respect de la part de sa hiérarchie : *« A la Banque des Entreprises comme ici, comme on est venu me chercher à chaque fois, eh ben j'ai fait mon point, donc j'ai expliqué aux gens : « voilà ma vie, ma conception c'est ça ». Mais en plus, je ne le présente même pas comme « moi la pauvre mère victime » parce que c'est pas « la pauvre mère victime »* […] *mais c'est plus : « moi ma conception de la vie, c'est : je veux équilibrer les deux ». Et je ne parle même pas des enfants, c'est : « je veux être chez moi à sept heures et demie, au plus tard huit heures. Je veux prendre mes vacances. Après, si c'est pas votre conception du travail, c'est très bien, mais on ne travaillera pas ensemble. Si ça vous va, ben on est parti ». Donc j'annonce les choses* […] *Je trouve que c'est trop important pour que les choses ne soient pas claires et après tu le vives mal. A partir du moment où tu dis les choses dès le départ, ça doit te permettre après de les mettre en pratique. Parce que le type en face, il a été d'accord, donc tu peux lui rappeler facilement que… bon ! il n'y a rien de caché. Donc dans les faits ça ne m'a jamais posé de problèmes. Moi je crois beaucoup à la façon dont les gens te perçoivent. Donc si t'es claire dans ta tête et tu le dis, après normalement il n'y a pas de souci.* […] *Moi je me sens pas contrainte du tout, ici. Je ne suis contrainte que par la réalisation des projets et par le fait que quand je fais un truc j'aime bien qu'il soit bien fait et j'aime bien de le mener à bien. Voilà, donc je me l'approprie d'une certaine manière, voilà, et je veux que ce soit bien fait, mais dans une certaine limite. C'est-à-dire que par exemple, Isabelle, tu vois, sur Luxor, il y a des décisions à prendre sur des problèmes légaux, elle m'a appelé vendredi juste avant que je parte pour discuter. Elle, elle était chez elle et il y avait ses beaux-parents qui arrivaient, elle m'a dit : « je peux t'appeler, il faut que je m'arrête » et on devait s'appeler dans la soirée : je l'ai pas rappelée. Elle, elle m'a pas rappelée, je l'ai pas rappelée, bon j'avais envie de faire autre chose. Elle, elle a envoyé son e-mail dimanche tard et moi je vais regarder ça maintenant. De toute façon, à un moment donné aussi, il faut savoir s'arrêter, tu sais que tu n'es pas à 24 heures près ! ».*

Comme je l'ai décrit jusqu'ici, l'autonomie requise dans les tâches professionnelles était définie, en partie, par les luttes de pouvoir entre équipes et départements. Isabelle présentait la *« confiance »* comme la base du travail dans une équipe autonome et critiquait les négociations et les luttes de pouvoir entre employés comme une entorse à cette logique. Gwenaëlle se situait dans une tension. D'une part, elle analysait les conflits entre employés comme faisant partie de la vie d'entreprise, pour laquelle elle s'était formée dès son premier emploi à Moody's : *«* [La notation à Moody's] *se fait au sein d'un comité de crédit qui est très formateur* […] *pratiquement tous les mois* […] *régulièrement, tu passes en comité, et c'est super challenging, c'est-à-dire que t'es là pour défendre ton bifteck. T'as aussi des*

considérations hors notation, parce que t'as aussi la compétition entre analystes, […] *c'est plus euh… ben là c'est des histoires comme tu peux en entendre ici, machin qui aimerait bien devenir khalife à la place du khalife, bon, t'as toujours des considérations humaines qui font qu'un comité peut être pollué par ce genre de choses.* […] *tu vois, quand tu présentes ton dossier, tu peux te faire attaquer par ton petit collègue qui va te faire chier parce qu'il veut juste te faire chier, voilà, donc t'apprends à répondre, donc ça, ça a été une super bonne formation pour après, ben, savoir défendre ton bifteck, parce que c'est super important (rires).* […] *moi ça ne me dérange pas d'aller au conflit, hein, ça ne me dérange pas du tout, mais c'est fatigant… ».*

Contrairement à Isabelle, pour Gwenaëlle, le *deal*, le fait de *« défendre son bifteck »*, faisaient partie intégrante de son travail. Cependant, elle considérait être arrivée à s'en préserver à Acme grâce au fait qu'Isabelle assumait la position de chef. L'éventualité de la remplacer, plus réelle que je ne le savais à l'époque, la faisait douter : *« Pour être très claire avec toi, je ne suis pas responsable d'une équipe pour cette raison aussi, c'est-à-dire moi j'ai aucune envie aujourd'hui d'avoir des responsabilités ben, de management, telles que peut les avoir Isabelle, c'est-à-dire ben, gérer beaucoup de merdes. Ça ne m'intéresse pas parce qu'en plus ça te prend beaucoup de temps, ça te divertit de ce que j'ai plutôt envie de faire, hein, parce que moi je suis plutôt une technicienne. Bon, après avoir un certain management de supervision, oui, ça je peux le faire, parce que j'ai suffisamment d'expérience, mais j'ai pas envie en tant que tel d'être responsable d'une équipe. C'est un choix* […] *Ça me permet quand même, même s'il y a beaucoup de pression, de rentrer chez moi à sept heures et demie, de rentrer chez moi le week-end.* […] *Pour l'instant je suis très bien où je suis. Au quotidien je m'amuse même si il y a des moments, mais bon, c'est normal* […] a priori *il y a des choses qui se passent là, on va voir, mais on a toutes les cartes en main pour avoir de nouveaux projets. Et moi tant qu'il y a de nouveaux projets, de l'innovation, tu vois, des choses un peu différentes, qu'on m'alimente et que moi je peux aussi alimenter, ben je ne vois pas pourquoi* […] *peut-être que dans cinq ans j'aurai envie de faire du management. Je l'exclus pas du tout, hein, mais là, aujourd'hui, avec des enfants de bas âge et mon rythme de vie, j'ai pas forcément envie de faire du management. Si là, par exemple, pour une raison ou pour une autre, on me proposait un poste de management, j'y réfléchirais vraiment deux fois. C'est-à-dire que je ferais en sorte, à ce moment-là, que ce soit que du management et moins d'opérationnel, enfin je verrais à qui je…. Mais ce que fais Isabelle là, je ne le voudrais pas. Parce qu'en fait qu'est-ce qu'elle fait ? Et elle le fait, je le remercie beaucoup, très bien : elle fait le pare-feu hein, elle nous empêche d'être pollués. On est très au courant parce qu'elle*

est, notamment avec les gens en qui elle a confiance, elle est relativement transparente, donc on est bien au courant.Mais relativement, au quotidien, nous on n'est pas emmerdés et en même temps elle est là au quotidien sur justement, les choses de tous les jours, elle fait pompier quoi ! Elle fait bouche-trou, elle gère là où il faut, c'est quand même un peu épuisant. Je préfère gérer mon petit Luxor, tu vois ! »

Tout en reprenant les mêmes logiques de légitimation de leurs tâches de gestion, les deux personnes dessinaient des possibilités différentes, qui correspondaient en partie à la manière dont elles se projetaient dans le futur et dont l'équipe allait effectivement changer. Elles marquaient par là l'horizon pratique des autres membres de l'équipe.

Les possibles dans l'équipe ABS

Les positions d'Isabelle et de Gwenaëlle par rapport à la restructuration d'Acme et à leurs propres parcours étaient fondamentales dans la définition des possibles pour le reste des membres de l'équipe. Ces positions répondaient en partie à des enjeux qui s'imposaient à elles, comme l'évolution des taux et des *spreads* ou encore les lignes directrices de l'investissement définies dans le discours de Nicole. Mais pour les autres membres de l'équipe ABS, les possibles étaient définis par les deux gérantes senior, ce qui distinguait des positions subordonnées différentes. De même, que la participation de Gwenaëlle au projet du CDO Luxor avait marqué son ascension dans l'équipe, la définition des nouveaux projets était le fruit d'une négociation entre des personnes avec des droits de proposition différents, qui y jouaient en partie leur changement de statut.

Selon Gwenaëlle, la réorganisation d'Acme devait donner lieu à un versement de fonds à gérer plus important pour l'équipe ABS de la part des clients traditionnels de l'entreprise, plus à l'écoute de ce qui leur était proposé par l'Allocation, maintenant dirigée par Nicole : *« Pour nous, j'espère, ça devrait être positif, ça devrait faire passer des idées, de dire que au lieu d'avoir 3% d'ABS dans le portefeuille, peut-être que l'allocation optimale, il faudrait le travailler, mais nous on a fait nos petits calculs sur notre coin de table, on était arrivés à peu près à 15-20% »*. La multiplication des fonds par cinq ou six, jusqu'à constituer un cinquième de l'investissement total d'Acme, paraissait à l'époque comme plutôt démesurée, et elle l'était par rapport à ce que fut l'évolution ultérieure. Mais l'enjeu était pour l'équipe de profiter de la nouvelle situation pour faire monter les enchères.

Par ailleurs, comme l'avait souligné Nicole en entretien et comme je l'ai décrit longuement plus haut, un des enjeux de la restructuration était la distribution des bonus entre les équipes plus dynamiques commercialement. Ainsi, avant la restructuration, il y avait des

discussions dans le Département Structuré pour que la section des dérivés de crédit prenne le statut légal d'un *hedge fund*, comme filiale, afin de définir ses bénéfices de manière indépendante et ne verser à Acme que des coûts de marque et de fonctionnement quelque peu majorés. La transformation de la section en un département et la capacité de Nicole de distribuer autrement les flux des commissions avaient mis fin à ce projet, qui n'avait plus de raison d'être.

Gwenaëlle et Isabelle cherchaient à se positionner dans cette croissance possible de l'équipe en termes financiers pour faire avancer leurs projets. Isabelle m'expliquait longuement en entretien qu'elle était intéressée par le financement de projets, tel qu'il a lieu en milieu bancaire, ce qui correspondait plus à son intérêt pour l'analyse fondamentale. Elle avait tenu aussi à garder son expérience en structuration en participant sans être payée à des projets des clients traditionnels d'Acme, comme consultante occasionnelle, en dehors des activités de l'équipe ABS. Les perspectives de futur qu'elle me présentait en entretien ne semblaient pas réalisables en tant que chef de l'équipe.

Gwenaëlle avait réussi à être en *« première ligne »* pour s'occuper du nouveau fond investi en ABS de faible notation. Elle entrevoyait aussi la possibilité qu'Isabelle quitte son poste, comme je l'ai appris plus tard, et considérait que l'équipe devait grandir pour rester vivable selon ses propres perspectives. Elle n'accepterait de prendre un poste de management que si elle pouvait déléguer la gestion des fonds. Elle m'expliquait ainsi que l'équipe devrait embaucher au moins un autre *« gérant senior et deux assistants »* avec des postes fixes. Se posait alors la question de la place des autres membres de l'équipe.

Gwenaëlle et Isabelle ne mobilisaient pas les mêmes arguments pour justifier la marginalisation de Michel. Alors qu'Isabelle le faisait en termes d'évaluation fondamentale, Gwenaëlle critiquait son manque d'autonomie et son besoin de support, tout en affirmant qu'elle avait elle-même ce besoin de manière croissante. Lorsque je lui ait demandé si la perspective d'ouvrir un fonds plus orienté vers le *trading* ne pouvait pas donner une chance à Michel, elle garda un long silence et insista sur le fait que ce ne serait pas du *«* fixed income *»*, alors qu'elle avait dit peu avant que sa marginalisation n'était pas due à des question *« techniques »*. Dans mes conversations avec Bastien après mon départ, une fois Isabelle partie, je lui ai demandé ce qu'il en était de Michel et s'il avait trouvé maintenant une place dans l'équipe. Il me regarda avec un sourire ironique en me dit: *« je crois que Gwenaëlle ne l'aime pas trop… »*. Selon des logiques différentes, celle de l'autonomie, de l'évaluation fondamentale ou de son rattachement initial au département Fixed Income, la restructuration était le moment d'affirmer qu'il n'avait pas de futur dans l'équipe. Il quitta

celle-ci pour un travail de gérant dans une banque française quelques mois après le départ d'Isabelle.

Lors de tout son parcours dans Acme, Bastien avait gardé une posture prudente sous la protection d'Isabelle. Lors des pauses « café » ou des déjeuners, alors qu'Isabelle et Gwenaëlle commentaient de manière ironique les traits de caractère des membres des autres équipes, Bastien gardait souvent un regard amusé sans prendre parti. Il semblait cultiver une image proche de son entourage familial, qu'on pourrait qualifier d'*« aristocratique »*. Comme lors de sa remarque sur Michel, il préférait situer le conflit dans les rapports entre les autres membres de l'équipe plutôt que comme faisant partie de sa propre pratique. Je fis les frais de son art d'esquiver le contact tout en gardant le sourire, en n'arrivant pas à obtenir un entretien enregistré avec lui alors qu'il ne me l'a jamais refusé frontalement, mais a toujours trouvé une bonne excuse pour le repousser. La réorganisation était clairement, comme l'avait indiqué Isabelle, une opportunité pour stabiliser et renforcer sa position dans l'équipe. Lorsqu'il concédait, après le départ d'Isabelle, que Gwenaëlle ne voulait pas de Michel, il était en train de dire sans l'exprimer qu'il allait prendre la place de second dans l'équipe, qui avait jadis été celle de Gwenaëlle, ce qu'il fit effectivement.

En entretien, Isabelle me disait qu'elle ne voulait pas *« imposer »* des choix aux membres de l'équipe : *« c'est à eux de me dire ce qu'ils veulent* […] *mais ils sont durs à cracher le morceau »*. Lorsque les deux gérantes n'étaient pas là, Bastien m'expliquait que lorsque Isabelle lui demandait ce qu'il voulait faire, il lui répondait que c'était à elle de le lui dire. Isabelle considérait que Bastien était le mieux placé dans l'équipe pour développer une approche spéculative. Avec un sourire moqueur et ironique sur lui-même, celui-ci m'expliquait par contre qu'il était *« content »* de faire du *buy and hold*, mais *« faire du* trading*, acheter et vendre tout le temps, spéculer sur les prix à court terme, ça ne me dit pas trop : je trouve ça un peu vulgaire ! »*. Il me disait néanmoins être prêt à le faire s'il n'avait pas d'alternative. Son louvoiement se situait dans une zone indéterminée qui fixait les hiérarchies à un moment donné, celui d'une transition sans un horizon tout à fait fixé par avance. S'il ne voulait pas entrer en conflit avec sa future chef, Gwenaëlle, Bastien ne pouvait que la laisser choisir d'abord et prendre ensuite la place restante.

Dans différents commentaires en tête-à-tête, pendant des pauses « café » ou à l'heure du déjeuner, Bastien me justifiait cette position en affichant une certaine indifférence par rapport aux activités de l'équipe. Il me disait que son travail était *« intéressant »* car il pouvait y *« apprendre beaucoup »*. Avec un revenu annuel, entre le salaire et le bonus, de près de 80 000 euros, Bastien me disait que son activité à Acme avait *« l'avantage de permettre de*

gagner plutôt bien sa vie par rapport à d'autres empois », notamment dans l'enseignement ou la recherche dans des institutions publiques françaises, pour lesquelles il avait officiellement été formé à l'ENS, à l'ENSAE et en obtenant l'Agrégation en sciences sociales. Il ne comptait néanmoins pas faire carrière dans la finance. Il ne se positionnait jamais en termes de *« croyances »* quant à la valeur financière et n'a jamais affiché, pendant la période de mes observations, une animosité quelconque contre des membres de l'équipe, de sa hiérarchie ou même contre le département de Fixed Income, dont la direction avait néanmoins limité son bonus pendant trois ans. Lorsque ces sujets surgissaient dans des conversations avec d'autres, ce qui arrivait souvent, il gardait un silence discret, du moins quand j'étais présent. Il m'expliquait qu'à long terme, il se voyait plutôt comme consultant pour des organismes internationaux grâce à sa formation en sciences sociales. Il racontait à répétition l'exemple d'une connaissance qui avait aidé à faire un audit sur le système d'éducation en Ethiopie comme une manière souhaitable de se recycler. Entre-temps, il songeait à passer aux quatre cinquièmes pour faire une thèse en théologie et s'occuper de son enfant qui allait bientôt naître. Ces positionnements constituaient une cohérence, à l'époque de la restructuration, entre la place de Bastien dans l'équipe et sa manière de la pratiquer, dans les situations où j'interagissais avec lui. Je n'ai pas pu observer comment ils s'agençaient ou changeaient avec le fait que quatre ans plus tard, il était toujours membre de l'équipe et était monté dans la hiérarchie.

La position des autres membres était encore plus figée. Fatima savait qu'elle allait partir. Elle ne comptait pas *« renoncer »* à *« être gérante de fonds »* dans une autre entreprise. Cette position, prestigieuse du point de vue de la légitimité professionnelle, était aussi visée par Thibaud, qui m'expliquait qu'il avait encore des preuves à faire. Gwenaëlle disait en entretien que ceci était *« possible »* pour lui, du fait qu'il allait *« très vite »*. A l'époque de la réorganisation, Thibaud n'était dans l'équipe que depuis deux mois et n'avait pas fini d'établir le système de contrôle des risques pour lequel il avait été embauché. L'insistance de Gwenaëlle sur le besoin d'embaucher un gérant senior dans le court terme semblait limiter les possibilités de Thibaud, ce qui fut en effet le cas.

A la fin de mon stage, l'équipe commença à me chercher un remplaçant. Ils étudiaient des dizaines de CV de personnes entre 23 et 25 ans, sortant des écoles de commerce bien cotées. Isabelle, Bastien et Gwenaëlle se répartissaient la tâche, faisaient des listes restreintes et les commentaient dans des réunions à huis clos. Ils cherchaient quelqu'un qui ne fut pas formé aux ABS mais dont l'anglais fut suffisamment bon pour rédiger les documents que j'avais dû produire jusque-là. Malgré l'insistance de Gwenaëlle sur le besoin

de *« pérenniser »* les postes, tous trois m'expliquaient que s'ils trouvaient indispensable d'avoir un stagiaire pour les tâches que je faisais, le nombre de stagiaires et leur statut ne pourrait être défini que lorsque les projets de l'équipe seraient établis.

La réorganisation d'Acme avait eu lieu au moment où les gérants de l'équipe ABS considéraient qu'ils devaient commencer de nouveaux projets avec des techniques d'investissement différentes. Les logiques à l'œuvre dans la définition des possibles de l'équipe étaient multiples. Elles concernaient en partie des éléments que les acteurs considéraient comme s'imposant à eux, comme la hausse des taux, la baisse des *spreads* et les possibles répercussions de la nouvelle législation concernant les réserves bancaires sur l'offre de titres de faible notation. La réorganisation d'Acme elle-même était vécue comme une aubaine à laquelle les acteurs avaient en partie participé, en faisant partie des équipes dynamiques de l'entreprise dont les résultats justifiaient, selon l'analyse officielle de Nicole, qu'elles aient une place plus importante dans l'Allocation. Par ailleurs, la hiérarchie au sein de l'équipe faisait que la prise de décision devait être le fait des deux gérantes senior, avec une marge de manœuvre limitée pour Bastien et pratiquement aucune pour les autres, à part le fait de quitter l'équipe. Les rapports personnels divergents des deux gérantes quant à la prise de responsabilités, à l'évaluation des ABS et à la place du travail dans leur vie non professionnelle, qui pouvaient être en partie vécus à travers des identités de genre, avaient alors une importance particulière. La manière dont Gwenaëlle considérait, au moment de mes observations, les stratégies à développer et les embauches qu'elles demandaient, correspondait avec ce qui apparaissait dans les organigrammes de l'équipe quelques années plus tard. La réorganisation d'Acme et la manière dont elle s'est intégrée dans un changement des stratégies d'investissement de l'équipe ABS nous permettent de voir, au moment de la décision sur la manière de distribuer des ressources, la distribution des instances décisionnelles et leurs logiques multiples et limitées dans un cas particulier. Ces instances sont en partie organisées par l'imaginaire de l'« investisseur » comme source de la « décision » permettant la « création de valeur ».

3) Les instances décisionnelles de la distribution de ressources financières

La progression de l'équipe ABS a confirmé les projections de Gwenaëlle, tant du point de vue des employés qui y furent embauchés et de leurs rôles qu'en ce qui concerne les approches de l'investissement qu'elle prévoyait. En investissant massivement dans les ABS

notés BBB ou moins, l'équipe ABS contribua, comme d'autres à la même époque, à leur extension, en augmentant la demande et en les distribuant parmi les divers clients de l'entreprise. Les membres de l'équipe ABS ont donc ainsi participé à certains des éléments qui ont constitué la crise des dérivés de crédit déclenchée pendant l'été 2007 et qui s'est poursuivie depuis. Cet événement met en lumière certaines des limites de l'imaginaire de l'« investisseur » et de la « création de valeur », qu'il faut néanmoins comprendre comme constitutifs de l'organisation concrète et de la légitimité de la distribution de ressources par la finance contemporaine.

L'évolution de l'équipe ABS depuis 2004

Je n'ai pu suivre l'évolution de l'équipe ABS que jusqu'en 2006, à travers des contacts sporadiques avec Bastien et à partir des documents publiés par Acme, la presse spécialisée ou des organismes de régulation comme l'AMF. Les perspectives ouvertes par Gwenaëlle en 2004 s'étaient plutôt réalisées. Fin 2004, elle prit la place d'Isabelle après son départ. Fin 2005, elle apparaissait dans les organigrammes comme chef de l'équipe. Bastien était le seul chef de l'équipe de gestion, composée de lui-même, deux autres gérants senior, un assistant de gestion et deux responsables de logistique informatique. Une deuxième équipe d'analyse était co-dirigée par Gwenaëlle et Bastien, avec un troisième analyste senior, un assistant et Thibaud comme analyste junior. L'équipe avait ainsi 10 membres et sa chef ne s'occupait plus de tâches opérationnelles.

L'équipe lança trois nouveaux projets d'investissement entre 2005 et 2006. Le premier était une SICAV en ABS bien notés. Selon les règles d'investissement publiées dans sa déclaration à l'AMF, disponible publiquement, le gérant pouvait avoir une gestion active et utiliser des produits dérivés. Contrairement à un CDO, la SICAV ne s'engageait pas par contrat à fournir un revenu fixe à ses clients. Ceux-ci ne recevraient que les flux payés par les titres détenus, quelle que soit leur évolution. Les gérants n'étaient donc pas contraints par la baisse des *spreads*, qui se répercutait directement sur le revenu de leurs clients. Les deux autres projets étaient des CDOs investis dans des ABS notés BBB ou moins, pour un montant dépassant le milliard d'euros. Du fait des caractéristiques de leurs structurations, ils avaient reçu différents prix de revues spécialisées. Ces fonds permettaient en effet une approche très spéculative des ABS. Selon les règles d'investissement, les gérants avaient le droit non seulement d'acheter et de vendre à court terme des titres, mais aussi d'investir dans des CDS, ce qui leur permettait d'être *short* sur des ABS, c'est-à-dire de gagner de l'argent en cas de baisse de leur prix.

Je n'ai pas pu trouver la description des règles d'investissement de ces CDOs en particulier. A l'époque, les *brokers* décrivaient la technique du *short* en ABS comme un pari double. D'une part, le gérant achète un CDS sur une tranche, généralement BBB, d'un ABS particulier. Selon ce contrat, le gérant paye à son partenaire un revenu régulier, par exemple 40 bp. En cas de défaut de paiement de cette tranche, le gérant reçoit en liquide le prix nominal initial de la tranche, comme dans le contrat passé entre Luxor et A.I.G. Dans ce dessein, le gérant n'a pas besoin de détenir les titres. Sa contrepartie fait le pari qu'il n'y aura pas d'événement déclenchant l'assurance. Pour payer les 40 bp, le gérant investit dans la tranche inférieure du même ABS, notée BB, qui paye un *spread* beaucoup plus élevé, par exemple 100 bp. Ainsi, le gérant obtient une marge de 60 bp, tout en ayant couvert une partie de son investissement à travers le contrat de CDS : si sa tranche connaît un défaut de paiement, une part de la perte du nominal du titre détenu noté BB est payée par le partenaire commercial du CDS, pour le montant de la perte du nominal de la tranche BBB qui a aussi subi l'évènement. Dans cette stratégie, le gérant est censé avoir analysé correctement la possibilité de défaut de sa tranche et de la tranche supérieure. Cela peut donc être présenté comme le produit d'une stratégie basée sur l'évaluation fondamentale, qui aboutit à une évaluation relative entre les deux tranches. Néanmoins, cette technique d'investissement est loin de la stratégie de *buy and hold* dans des titres bien notés avec laquelle avait commencé l'équipe.

Ces nouveaux projets avaient augmenté les fonds sous gestion de l'équipe ABS et donc aussi les commissions disponibles pour augmenter le nombre de membres et les bonus. Cette croissance accompagnait celle de la section des dérivés de crédit, intégrée au nouveau Département Structuré dirigé par JP. Les équipes de structuration et d'investissement en CDOs étaient passées de quatre ou cinq membres à une dizaine chacune. Le nombre de CDOs structurés continuait d'augmenter. A la fin de l'année 2005, dans une lettre interne à Acme, publiée sur le site Web de l'entreprise, JP déclarait ainsi que depuis sa naissance en 2002, la section était passée de zéro à 23 milliards d'euros sous gestion. Selon lui, le département était devenu un des *« happy few »* au niveau mondial, capables de vendre autant de types différents de CDOs, grâce à l'expertise de ses équipes spécialisées. Son ambition était d'atteindre 90 milliards d'euros sous gestion en 2012.

C'est sur ce chemin que l'équipe ABS entra dans les logiques qui firent en partie la « crise » des *subprimes* à partir de l'été 2007.

Les stratégies d'investissement de l'équipe ABS et la « crise » de 2007

Comme on l'a vu plus haut, pendant notre entretien, Gwenaëlle remarquait que la stratégie visant à investir de manière massive dans des ABS notés BBB ou moins était, à l'époque de mes observations, le fait de nombreux *hedge funds*. L'équipe ABS avait suivi leur chemin, à un moment où les *spreads* des tranches mieux notées semblaient trop faibles pour les intégrer dans des stratégies de CDO suffisamment rentables. L'investissement dans les tranches moins bien notées fut aidé par le développement d'un « marché » des CDS, que les rapports distribués par les *brokers* en 2004 commençaient à remarquer. La capacité d'établir facilement, en quelques jours, des dizaines de contrats de CDS, permettait à de nombreux gérants d'investir dans les tranches moins bien notées d'ABS tout en se constituant une protection. Par ailleurs, de l'autre côté du contrat, les entreprises d'assurance et les banques, qui assuraient la perte de valeur monétaire du nominal en cas de *downgrade* pouvaient considérer le CDS comme une manière d'investir dans des ABS à un moment où, pour les institutions avec plus d'expérience, ces titres semblaient évaluables de manière stable. A partir de cette époque l'investissement global en tranches notées BBB ou moins, directement ou à travers des CDS, augmenta considérablement.

Selon les rapports de *brokers* pendant 2005 et 2006, près des trois quarts des ABS émis avaient comme sous-jacent des prêts immobiliers dits *subprimes*, avec des moyennes de score FICO en dessous de 620. Après des années de titrisation systématique, la demande importante d'ABS par différentes institutions était devenu un élément constitutif de l'activité bancaire consistant à fournir des crédits immobiliers aux particuliers. Les banques effectuaient ces prêts en considérant qu'elles allaient pouvoir les titriser dans un laps de temps relativement court, ce qui libérerait leurs réserves pour continuer leurs opérations. Le « marché » des ABS fut ainsi perçu comme une source importante et croissante de financement des crédits immobiliers aux particuliers, notamment aux Etats-Unis. Grâce à cette source, la rentabilité des banques augmentait d'autant plus qu'elles étaient capables de fournir des crédits et de les titriser rapidement, ce qu'elles n'auraient pas pu faire si la demande pour leurs ABS avait été faible.

Ce mouvement s'est effectué en même temps qu'une vague d'investissement massif dans l'immobilier aux Etats-Unis et en Europe et d'une hausse continue des prix de ces biens. Cette progression des prix de l'immobilier en général favorisa à son tour le développement des crédits immobiliers et l'offre d'ABS par les *originators*. Selon ces contrats, en cas de défaut de paiement, le particulier pouvait vendre son bien et rendre le prêt à la banque, majoré d'une prime. Dans le cas où il ne pourrait pas le faire, la banque serait propriétaire du bien. Dans la perspective d'une croissance continue des prix de l'immobilier, le particulier pouvait

considérer qu'il serait toujours en mesure de rembourser le prêt, même dans le cas où ses revenus personnels ne le lui permettraient pas. La banque pouvait considérer que son prêt était sûr pour la même raison. Si le particulier ne pouvait pas la rembourser, elle récupérerait le bien immobilier lui-même et le vendrait ou le garderait pour profiter de la hausse des prix.

A partir de 2006 et en 2007, les défauts de paiements sur les crédits immobiliers aux Etats-Unis commencèrent à augmenter sensiblement. Ils étaient en partie dus à un type de prêt particulier, remboursable à un taux fixe faible pendant les trois premières années et avec un taux variable, nettement plus élevé, après cette période. Ces crédits, souvent offerts à des particuliers aux revenus faibles, pouvaient être des pièges dont le résultat serait que les banques garderaient les biens ou obligeraient les débiteurs à les vendre. Ils étaient souvent accordés par les agences de crédit plus soucieuses de leurs commissions à court terme que de la viabilité du prêt à long terme[545]. Le mouvement de masse dans les défauts de paiement et dans les ventes participa par contre d'un arrêt de l'augmentation des prix de l'immobilier et d'un début de leur chute. A partir de ce moment, les banques commencèrent à se retrouver avec des débiteurs incapables de payer leurs dettes en vendant leurs biens. Elles récupérèrent des biens dont la valeur était moindre que le prêt qu'elles avaient accordé pour leur achat. Dans les cas où les banques n'avaient pas titrisé le prêt, cette perte nette se retrouvait dans leur propre bilan, mettant en danger leur rentabilité et poussant certaines d'entre elles vers la faillite. Dans le cas où les crédits avaient été titrisés, cette perte se répercutait sur les détenteurs des tranches touchées. Les premières tranches touchées furent les moins bien notées, selon le mécanisme de la subordination. Ceci affecta immédiatement, aussi, les institutions qui se portaient garantes de leur prix nominal à travers des CDS. Mais le mouvement s'étant étendu, les tranches mieux notées furent soupçonnées de ne pas être aussi fiables qu'on ne l'avait considéré auparavant. Pendant l'été 2007, une « panique » spéculative s'étendit entre tous les investisseurs en ABS, qui n'acceptaient plus d'acheter des titres, ou alors à des valeurs bien plus faibles que leur prix nominal initial. A ce moment-là, sans demande, le prix potentiel des titres était presque nul, même si bon nombre d'entre eux continuait de payer un revenu normal, ce qui faisait reporter de lourdes pertes dans les bilans des entreprises propriétaires d'ABS ou signataires de CDS. La clarification des pertes sous-jacentes avec le temps permit une évaluation des titres plus proche de leur capacité effective à

[545] Cf. Jorion, P., 2007, *Vers la crise du capitalisme américain ?*, *op. cit.*, pp. 133-164 et, pour ce qui suit, Jorion, P., 2008, « Dans l'œil du cyclone : la crise de l'immobiliser américain », *Regards croisés sur l'économie*, n° 3, Mars, pp. 212-221.

fournir un revenu. Dans les bilans des investisseurs, ceci permit de réinscrire les titres détenus à un prix qui faisait que la perte était parfois moins forte.

Le mot « crise » fut justifié pour ces événements du fait qu'ils touchaient une partie importante des grandes banques internationales. Celles-ci avaient investi plusieurs milliards d'euros chacune en ABS et CDS. Certaines l'avaient fait, comme je l'ai expliqué plus haut, pour continuer à percevoir des revenus de l'activité de crédit bancaire tout en évitant d'avoir à détenir des réserves monétaires. L'accord de crédits s'est réduit rapidement après l'été 2007, ce qui risquait de limiter la consommation des particuliers et l'investissement des entreprises. Par ailleurs, la limitation du crédit entre banques risquait de pousser vers la faillite des banques déjà touchées par leurs pertes en ABS. De nombreuses analyses produites par des agences d'Etat, des entreprises financières et des institutions de recherche mettaient en relief le danger d'une crise générale du crédit mettant en péril l'ensemble des rapports financiers globaux. Les banques centrales des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la Suisse et la Banque Centrale Européenne réagirent à plusieurs reprises en « injectant des liquidités », c'est-à-dire en fournissant des crédits supplémentaires aux banques de manière à éviter que leur incapacité à se prêter de l'argent ne bloque le système financier et par là les activités des entreprises et la consommation des particuliers. Par ailleurs, la Fed procéda à plusieurs baisses de ses taux directeurs. Les plus grandes banques américaines et européennes, ainsi que de nombreuses entreprises d'assurances, qui ne détenaient pas de titres mais les assuraient à travers des CDS furent fortement touchées. Pour reprendre les acteurs du CDO Luxor, les clients traditionnels d'Acme, qui avaient investi dans différents CDOs gérés par l'équipe ABS et par d'autres, perdirent, pour l'année 2007, autour de 600 millions d'euros. La GBB et A.I.G. déclarèrent des pertes de plus de 7 milliards de dollars US chacune. Ces cas n'étaient pas isolés. La plupart des grandes banques furent durement touchées, souvent avec des pertes de plusieurs milliards de dollars US et certaines des banques émettrices d'ABS, spécialisées dans les prêts immobiliers aux Etats-Unis firent faillite. De nombreux établissements firent appel à des fonds à travers les marchés financiers ou à l'Etat, comme dans le cas de la banque Northern Rock au Royaume-Uni et Fannie Mae et Freddie Mac aux Etats-Unis. A.I.G. fit l'objet, en septembre 2008, d'une quasi-nationalisation accompagnée d'un prêt du montant historique de 85 milliards de dollars par la Fed, pour éviter sa faillite.

La stratégie développée par l'équipe ABS à partir de 2004, consistant à investir de manière massive dans les tranches moins bien notées d'ABS, participa ainsi d'un mouvement général qui aboutit à une « crise » financière internationale. Les montants perdus annoncés par les grandes institutions bancaires depuis le début de la crise laissent planer le doute sur

l'étendue de la « crise », dont les proportions semblent croître avec le temps. L'analyse de la participation de l'équipe ABS en « prenant la décision » de changer de stratégie d'investissement afin de « créer de la valeur » ou de « générer de l'alpha » permet de poser, à la lumière de cette crise, comment ces logiques organisent la distribution de ressources.

Instances décisionnelles et distribution de ressources

Les CDOs gérés par l'équipe ABS après la restructuration correspondent en partie aux perspectives ouvertes dans le discours officiel de Nicole et dans ses commentaires en entretien avec moi. Il s'agit de produits plus sophistiqués que les fonds d'investissement classiques basés sur des indices. Leur complexité, faisant appel à des produits dérivés, était censée mieux coller aux *« besoins »* des clients que les produits proposés jusque-là dans les départements Equity et Fixed Income. Gwenaëlle me disait ainsi en entretien qu'elle considérait que leur travail faisait partie d'une évolution générale de la finance vers un *« travail de spécialistes »*. En même temps, comme je l'ai cité plus haut, elle remarquait que la structure du fonds qu'elle gérait ne l'intéressait pas. Contrairement à Nicole, qui basait le développement de l'activité de gestion de fonds sur tiers dans l'approche relative de la valeur, Gwenaëlle considérait que sa capacité à « créer de la valeur » résidait principalement dans sa capacité à évaluer la valeur fondamentale des ABS. Ce décalage ne semble pas avoir empêché à l'équipe de profiter de la restructuration. Il pointe à l'imbrication fragmentée des instances de décision à Acme.

Les différents niveaux hiérarchiques étaient interdépendants dans cette évolution. La montée en puissance de Nicole avait été due, du moins dans sa légitimation officielle, à la forte croissance des fonds sous gestion et des revenus des équipes de son département. Par ailleurs, la directrice avait des contacts privilégiés avec des clients d'Acme qui la soutenaient. Dans son chemin ascendant dans la hiérarchie d'Acme, Nicole avait permis à l'équipe ABS, comme à d'autres, d'avoir accès à des ressources supplémentaires. La distinction hiérarchique entre les directeurs de département, les managers de section, les chefs d'équipe et leurs subordonnés n'impliquait pas que la prise de décision concernant l'investissement suivrait une ligne en sens unique du haut vers le bas. La logique de l'autonomie, notamment, donnait aux équipes et aux sections une capacité de proposition et de mise en œuvre, que Nicole affirmait lorsqu'elle justifiait que son salaire était moins élevé que celui de nombreux de ses « subordonnés ». Elle m'expliquait qu'Isabelle, comme JP, étaient irremplaçables sur *« la place »* à Paris et devaient donc être rémunérés à leur *« valeur du marché »*, qui était plus grande que la sienne. Par ailleurs, l'expertise des équipes faisait qu'elles avaient une

légitimité propre, selon la figure de l'investisseur, pour définir des stratégies d'investissement. Nicole et JP ne connaissaient pas suffisamment les ABS, ou d'autres produits gérés par d'autres équipes, pour définir une stratégie par eux-mêmes, même si ils négociaient avec Isabelle et les autres chefs d'équipe chaque nouveau projet. L'investissement de plus d'un milliard d'euros en ABS *below investment grade* par Acme entre 2004 et 2006 est le fruit d'un agencement de décisions à différents niveaux hiérarchiques, avec des effets de retour et des espaces d'autonomie négociés à des moments particuliers, entre actionnaires et créanciers d'Acme, leurs clients, les directeurs de départements, les managers de section, les chefs d'équipe et les membres à l'intérieur des équipes, tous mobilisant les logiques de la *« création de valeur »* en organisant l'investissement comme le fait d'un « investisseur libre ».

Comme on a pu le voir pour l'équipe ABS, les stratégies d'investissement initiales de *buy and hold* et celles qui furent développées à partir de 2004 s'inscrivaient chaque fois dans des parcours différents des membres de l'équipe, qui prenaient des positions diverses et changeantes par rapport à leur position, elle aussi variable, dans l'équipe. L'établissement de l'équipe ABS, légitimé par l'expertise d'Isabelle dans la valeur fondamentale, donna progressivement lieu au développement d'approches spéculatives par Gwenaëlle. Cette dernière inscrivait et rendait possible ce changement comme une continuité avec les débuts de l'équipe et son propre parcours, lorsqu'elle présentait l'approche spéculative comme basée sur l'expertise de la valeur fondamentale. Alors que Gwenaëlle était prête à mener ce changement, Isabelle présentait en entretien des arguments, concernant en partie sa vie familiale, sa pratique de son identité de genre et son rapport à l'organisation du travail, compatibles avec son départ de l'équipe. Bastien, dont le rôle serait par la suite fondamental dans l'équipe, avait une position encore plus ambiguë que ses deux collègues par rapport à la définition de la valeur et la légitimité du travail de gestion de fonds pour tiers. L'agencement de ces positions, inscrites dans les parcours personnels des acteurs, permit, à un moment donné, le développement d'une approche des ABS qui, comme on l'a vu, inscrit Acme dans un mouvement plus large concernant les dérivés de crédit dans l'industrie financière.

Du point de vue de mon observation participante, qui me permettait de comprendre les règles pratiques des membres de l'équipe ABS et de leur entourage dans Acme, un certain nombre de logiques apparaissaient comme s'imposant à eux. Une observation en d'autres lieux aurait permis d'en décrire les détails en tant que pratiques quotidiennes. Ces logiques sont l'évolution de la législation, par exemple avec Bâle II, la hausse progressive des taux d'intérêt et la baisse concomitante des *spreads*, notamment dans les tranches *investment grade* d'ABS. Alors que pour les deux premiers points, les acteurs se positionnaient comme

subissant leurs effets, ils participaient dans la constitution du troisième, en tant que membres du réseau d'échange, le *« marché »*, dans lequel les *spreads* étaient négociés au quotidien. Cette participation à travers des conversations téléphoniques, des actes d'achat et de vente et la production et la distribution de documents divers décrivant des prix, des tendances et affirmant l'existence même de ce *« marché »*, contribuait à le constituer comme tel.

Le changement de stratégie d'investissement de l'équipe ABS participa d'une distribution de ressources particulière. Le développement de la titrisation accompagna le développement des prêts immobiliers accordés à des personnes de faibles revenus aux Etats-Unis. Du point de vue de l'activité de l'équipe ABS, ces crédits furent en partie financés par les ressources fournies par des personnes souscrivant à des polices d'assurance en France. Dans les deux cas, l'activité de l'équipe participa d'une distribution de ressources monétaires inscrites dans des pratiques liant des personnes de manière intime à l'argent. Le rapport à la propriété privée du lieu d'habitation, comme le rapport à la mort, la vieillesse, la maladie, l'accident ou l'héritage dans la lignée familiale, impliquent des engagements affectifs très divers et souvent extrêmement importants dans les rapports sociaux. Comme l'a analysé Viviana Zelizer, les personnes n'ont pas un rapport uniquement utilitaire et marginaliste dans ces utilisations de l'argent. Le calcul peut toujours être présent, mais le sens du rapport monétaire peut être celui d'une construction d'une identité sociale, de genre, d'âge ou autre, mais aussi participer dans la stabilisation d'autres rôles sociaux, affectifs, professionnels ou civiques. En ce sens, les analyses de Zelizer confirment les intuitions théoriques de Klossowski. Les règles des pratiques monétaires ne sont pas uniquement celles d'un acteur calculateur maximisant de l'échange. Ce personnage, pratiqué dans différentes situations, n'est qu'un des rapports possibles à travers l'argent. Ces rapports sont tout aussi multiples, variables et ambigus que les autres rapports sociaux.

L'activité de l'équipe ABS consistait, en partie, à rendre ces rapports possibles. Comme l'analysait Marcel Mauss, les ABS et les CDO, de même que les fonds d'investissement comme les SICAV, les OPCVM, les *mutual funds* et *pension funds* et autres contrats d'assurance vie, élargissent les rapports sociaux *via* les rapports monétaires et mettent en relation d'échange des personnes situées dans des lieux très distants et pour des périodes de temps qui peuvent être très longues, voire intergénérationnelles, quand il s'agit de la continuité du financement des Etats. Mauss remarquait que ces manières de *« sortir de soi »* étaient conditionnées par les formes spécifiques des monnaies qui les rendaient possibles et qui participaient à la définition des rôles sociaux des participants. Les dérivés de crédit ont permis certains rôles sociaux particuliers, comme celui de propriétaire d'un bien immobilier

avec des revenus faibles, pendant un laps de temps plus ou moins variable, ou encore celui de gérant de CDOs comme Gwenaëlle. L'ontologie et la clôture de l'évaluable qui définissent en partie les actifs financiers, la figure de l'investisseur et les différentes approches de l'évaluation constituent une partie des imaginaires qui définissent les rapports financiers que sont les ABS, les CDOs, les actions ou les obligations, et sont par là constitutifs des règles de la distribution de ressources effectuée à travers l'échange de ces objets, qui définit des accès inégaux au crédit.

Comme dans les cas analysés par Mauss, les différents rôles possibles à travers ces rapports monétaires sont le fait de régularités organisationnelles très fortes et étendues. Aujourd'hui, dans ce que j'ai désigné comme la « finance contemporaine », elles s'étendent au monde entier à travers des institutions comme les entreprises, les Etats et les agences de régulation. Comme le remarque Viviana Zelizer pour les rapports monétaires en général, on ne peut pas dicter une rupture analytique entre la pratique quotidienne de la monnaie et celle des institutions qui en régulent certains aspects. Sans utilisateurs de la monnaie, avec leurs rapports sociaux multiples, il n'y aurait pas de système bancaire[546]. De même, sans acheteurs de biens immobiliers et sans souscripteurs à des polices d'assurance, il n'y aurait pas eu d'équipe ABS à Acme. L'inverse est tout aussi vrai. Aujourd'hui, de nombreux rapports monétaires constitutifs des relations familiales, affectives, identitaires, comme ceux de souscription de polices d'assurances, d'accès à la propriété, d'épargne et de retraite, d'identité nationale à travers le rapport à une monnaie spécifique, sont régulés, parfois de manière fondamentale, par les activités des professionnels de la finance. La multiplicité des agencements organisationnels de l'investissement (*hedge funds*, équipes de structuration, équipes de gestion, etc.) ne doit pas dissimuler le fait qu'ils sont à chaque fois le produit de pratiques quotidiennes par des personnes tout aussi concrètes que les membres de l'équipe ABS. Toutes ces pratiques, celles des employés des institutions financières et de la majorité qui ne le sont pas, constituent l'agencement des possibles et des impossibles de tous ceux qui les effectuent. Les possibles multiples et limités, définis par des accès inégaux à des ressources monétaires aux caractéristiques spécifiques, constituent la distribution des capacités d'agir de la finance contemporaine. Ces capacités s'articulent avec des rôles sociaux autres, qui dépassaient l'objet de cette recherche, comme ceux qui définissent les rapports familiaux, de propriété ou à l'Etat en tant que citoyen, dans lesquels se jouent, toujours de manière fragmentaire, encore d'autres règles de « décision » financière.

[546] Cf. Zelizer, V., 2006, « L'argent social », *art. cit.*

Conclusion de la 2ème partie : la distribution de ressources par la finance contemporaine

Les observations à Acme permettent de comprendre les pratiques d'investissement comme la réalisation de tâches professionnelles selon des imaginaires organisationnels, personnels et financiers. Ces derniers organisent et légitiment les tâches en définissant les manières d'évaluer et d'allouer des ressources à travers des actes d'achat et de vente. La distribution de ressources par la finance contemporaine est organisée selon un imaginaire du « sujet de l'échange » avec lequel les employés ont des rapports variables, mais qui dessine les possibles, multiples et limités, des rapports financiers (1). La distribution inégale de ressources organisée par des tâches professionnelles légitimées par ces imaginaires s'inscrit ainsi dans une organisation sociale hiérarchisée, dans laquelle les tâches professionnelles constituent les espaces de décision où sont définis et mis en pratique les droits et les devoirs des instances susceptibles de participer aux rapports de crédit. Cet espace s'étend aujourd'hui au monde entier, mettant à mal la limitation de l'horizon politique aux frontières des Etats. La finance contemporaine constitue ainsi un espace politique global, dans lequel se joue la possibilité de la création de manières alternatives de distribuer des ressources (2).

1) La distribution de ressources par un « sujet de l'échange »

La distribution de ressources par les tâches professionnelles de la finance contemporaine se fait selon un imaginaire de la « création de valeur » par un « sujet de l'échange ». Cette figure n'est pas incarnée par des personnes concrètes, mais elle organise les rapports sociaux financiers contemporains.

La « création de valeur » à travers des tâches professionnelles

L'observation d'un cas particulier, celui de l'équipe ABS à Acme pendant quelques mois de 2004, nous permet de mettre en relief plusieurs règles pratiques de la distribution de ressources par la finance contemporaine. Ces règles consistaient en partie en la réalisation de tâches professionnelles intentionnelles. Les personnes observées devaient participer à la définition de projets au sein d'une équipe, en faisant preuve de créativité, d'esprit d'initiative et d'autonomie. Elles devaient aussi participer à l'autonomisation de l'équipe, en contribuant à l'augmentation des montants des fonds sous gestion et, en partie par-là, au renforcement de

sa position au sein des conflits entre départements à Acme. Ces activités devaient être organisées autour de l'expertise de la valeur fondamentale des ABS, établie comme base de la légitimité des membres et de la hiérarchie qui les distinguait.

Les règles de la pratique d'investissement étaient parfois officielles et légitimes, et parfois tacites ou cachées. Elles s'organisaient néanmoins à travers l'imaginaire légitimant de l'« investisseur », inscrit dans les philosophies politiques et morales libérales en tant que sujet qui se réalise comme libre dans des actes d'échange. L'autonomie dans le rapport aux fonds sous gestion et l'expertise de la valeur fondamentale des ABS s'agençaient comme éléments constitutifs de la figure de l'investisseur, capable de « créer de la valeur ». Cette capacité était définie pratiquement comme celle de générer des profits pour soi, pour son employeur et pour ses clients, en mobilisant, dans les actes d'achat et de vente d'actifs financiers, les cinq éléments par lesquels est définie la valeur, que j'ai décrits en première partie : l'instance de l'investisseur libre, le taux d'intérêt « sans risque », la valeur fondamentale, la valeur relative et la valeur spéculative. L'agencement entre ces éléments variait selon les personnes, les équipes, leur hiérarchie et les moments, comme on l'a vu dans le passage de l'équipe ABS d'une stratégie de *buy and hold* à une stratégie plus *« active »*, qui était seulement en partie en accord avec l'insistance de la nouvelle directrice de l'Allocation en l'importance de la valeur relative. La *« décision »* d'acheter et de vendre, légitimant l'acte d'échange par lequel des ressources monétaires étaient distribuées, avait lieu dans différentes instances décisionnelles au sein d'Acme et des entreprises avec lesquelles elle avait des relations commerciales.

Les acteurs prenaient des positions différentes par rapport à ces logiques, dans des situations comme l'entretien anonyme en tête-à-tête avec moi, parfois sous le ton de la confidence. Alors que certains pouvaient établir un lien identitaire d'appropriation ou de rejet, d'autres se situaient dans une position d'indifférence. Ces prises de position étaient liées aux parcours personnels et aux positions actuelles et futures des personnes au sein de l'équipe. Elles dessinaient, au moment particulier de mes observations, un espace des possibles, multiples mais limités. Cette multiplicité était organisée, aussi, par des éléments que les acteurs considéraient comme s'imposant à eux. Leurs tâches consistaient à réagir de manière autonome et selon leur expertise à des évolutions des taux d'intérêt, des *spreads* et de la législation concernant la titrisation et l'activité bancaire, entre autres. Les capacités d'adaptation de chacun des membres à ces transformations étaient organisées par les conflits organisationnels au sein d'Acme, les parcours personnels, la place de la vie professionnelle dans la vie affective, les expertises, les positions au sein de l'équipe et les imaginaires financiers.

Les tâches professionnelles de la distribution de ressources étaient définies, organisées et légitimées dans les interactions par l'imaginaire d'un « sujet de l'échange » capable de « créer de la valeur ». Elles impliquaient de générer des profits pour son empoyeur et pour soi en utilisant des expertises particulières dans les actes d'achat et de vente d'actifs financiers. L'organisation des rapports de crédit à travers cet imaginaire dessine un espace social financier large, impliquant les professionnels et les non professionnels.

La finance contemporaine : une organisation sociale du « sujet de l'échange »

Dans les philosophies libérales politiques et morales que j'ai analysées ici, les moments de l'évaluation et de l'échange sont ceux dans lesquels peut se constituer un sujet libre, dans son rapport aux objets et aux autres sujets. Dans cette perspective, de nombreuses analyses des règles de l'échange sont organisées conceptuellement pour apprécier si le dispositif permet, et dans quel degré, la réalisation de ce sujet. Ce n'est pas le chemin que j'ai suivi ici. Comme nous l'avons vu, le personnage de l'investisseur est disséminé de différentes manières dans l'organisation des rapports financiers contemporains par des entreprises. En même temps, le dispositif ne comporte aucune instance où une personne serait « libre » dans les termes des philosophies politiques et morales censées le légitimer. On ne peut que dire, avec d'autres, que la notion de « marché » doit donc être utilisée avec beaucoup de précaution[547]. Dans les pratiques financières analysées ici, il s'agit de situations de rencontre entre des personnes qui échangent, qui sont à la fois offre et demande (d'actifs financiers, de devises) selon des calculs cherchant des « optimum » de rentabilité, souvent extrêmement longs et complexes et organisés avec des concepts établis dans des milieux académiques. Ces personnes sont des employés d'entreprises engagées dans différents rapports commerciaux et effectuent ces calculs dans le cadre de tâches professionnelles avec lesquelles elles ont des rapports complexes et variables, parfois même contradictoires. Le calcul légitimé par lui-même est, dans la finance contemporaine, une discipline professionnelle normée, et non le fait de « sujets libres ».

Aujourd'hui, certaines des règles, qui font cette finance contemporaine professionnelle, sont extrêmement étendues globalement. Les tâches professionnelles des gérants de fonds, des analystes financiers, des *traders*, des structureurs, entre autres, ont des

[547] Ceci n'est pas une affirmation de principe. Comme l'analyse Philippe Steiner à propos de l'étude menée par Marie-France Garcia sur le marchés aux fraises de Sologne, certains arrangements marchands peuvent contribuer à ce que les participants se constituent comme plus « libres » du fait de leur rapport aux objets échangés et à la reconnaissance sociale de leur participation à travers les prix. Cf. Steiner, P., 1999, *La sociologie économique*, Editions La Découverte, pp. 45-47.

caractéristiques communes dans le monde entier. Ceci est le cas du point de vue des salaires et des rapports de travail, même si sur ce point de grandes différences juridiques existent. Par contre, ceci est encore plus le cas du point de vue des concepts qui les organisent et que j'ai décrits comme communiquant dans une philosophie politique et morale libérale comme celle d'Adam Smith. Les tâches sont définies comme des réalisations, de manière fragmentée et distribuée dans des organisations hiérarchiques, d'un investisseur, sujet libre évaluateur et de l'échange, qui définit et crée de la valeur. Cet imaginaire, qu'on retrouve par exemple de manière très explicite et articulée dans l'entretien avec Fernand, communique aussi avec une partie des approches en sciences sociales concernant les rapports financiers. Selon Fernand, qui en cela est proche de Max Weber, le rapport personnel entre l'objet d'évaluation et d'échange permettait une constitution du sujet libre. La bureaucratisation, l'industrialisation et la concurrence auraient eu raison de ce projet. Fernand demeure plus optimiste que Max Weber, ce qui ne saurait étonner étant donné son poste à Acme, mais les concepts et les fondements de la légitimité qui organisent leur imaginaire demeurent les mêmes. La citation de Max Weber rapportée au début de cette deuxième partie me semble importante pour deux raisons. D'une part, elle mobilise des concepts et des justifications qui organisent les pratiques financières. D'autre part, en reprenant ces concepts à son compte, elle empêche de voir les logiques de leur réalisation. L'opposition que fait Weber entre les règles bureaucratiques (l'efficacité et la cohérence interne des normes) et celles de la personne (notamment le fait de lier une action à des valeurs) peut conduire à considérer les logiques financières contemporaines comme ayant une cohérence propre au niveau de l'organisation bureaucratique, *« dépersonnalisée »*, voire déshumanisée. La vision d'une organisation désenchantée et bureaucratique du fait qu'elle ne permettrait plus au sujet libéral de se réaliser, cherche la « personne » là où elle ne peut pas la trouver, c'est-à-dire dans la définition conceptuelle des tâches. Cependant, l'analyse des pratiques de calcul montre que celui-ci s'intègre toujours dans des enjeux situés, par rapport auxquels les personnes prennent des positions diverses[548].

[548] Dans « How are Global Markets Global ? The Architecture of a Flow World », *art. cit.*, Knorr Cetina donne une vision de l'organisation globale des rapports financiers dans lesquels le seul acteur visible est une personne définie par son rapport interactif avec des informations sur des écrans. Face à la limite évidente de cette présentation, Clark et Thrift proposent d'analyser la finance comme un *« processus* bureaucratique *de la gestion du risque »* (*«* a *bureaucratic* process of risk management *»*, cf. Clark, G. L., Thrift, N., 2005, « The Return of Bureaucracy : Managing Dispersed Knowledge in Global Finance », in Knorr Cetina, K., Preda, A., *The Sociology of Financial Markets*, *op. cit.*, p. 230, italiques dans l'original). Ce faisant, les auteurs reprennent à bon compte l'imaginaire du « risque », qui donnerait la raison de l'existence de l'organisation. L'analyse des calculs des « risques » par Godechot montre à quel point ceux-ci sont le fait de stratégies fragmentaires de personnes dans des situations spécifiques, qu'il faut analyser comme telles pour en comprendre les « raisons »

Une approche par les règles des pratiques concrètes, comme celle que j'ai adoptée ici à partir des travaux de Michel Foucault, nous permet de voir que, sans être réalisé dans une personne concrète, le sujet libéral n'a pas déserté la distribution de ressources par la finance contemporaine. Au contraire, il organise cette distribution depuis les discours légitimants les plus généraux comme celui de Fernand jusqu'aux détails les plus techniques de l'évaluation des ABS et des actions et de la construction des portefeuilles d'investissement. L'observation en situation permet de voir que les rapports à ces tâches et aux imaginaires plus ou moins explicites, clairs et cohérents qu'elles constituent pour les personnes qui les pratiquent, peuvent être très variables. Ces tâches sont réalisables avec des adhésions identitaires très différentes, parfois avec leur légitimité ou selon diverses formes d'indifférence, en partie liées aux parcours personnels. Le sujet libéral, extrêmement présent dans le quotidien financier, comme une figure distribuée dans des règles d'action, n'est réalisable que par ces personnes dans des organisations sociales[549].

Cet agencement fait que l'imaginaire libéral du sujet libre évaluateur et de l'échange constitue une partie importante des règles pratiques par lesquelles l'organisation des rapports financiers globaux aujourd'hui distribue des ressources monétaires, c'est-à-dire des capacités d'agir. Les analyses des pratiques de la monnaie comme celles de Viviana Zelizer, Pierre Klossowski ou Marcel Mauss tendent à nous faire dire la même chose des pratiques constitutives par exemple du CDO Luxor, mais que je n'ai pas analysées ici : celles des acheteurs de leur lieu d'habitation, des souscripteurs à des polices d'assurance ou à des plans de retraite. Leur participation à l'échange est souvent organisée selon des imaginaires qui intègrent des calculs dans des logiques qui peuvent les dépasser et les déterminer. Ces personnes prennent en compte les taux d'intérêt, les prix et les évolutions futures, mais ne se constituent pas nécessairement comme « sujets libres de l'échange ». Leurs calculs peuvent être des manières de constituer comme « père de famille », « propriétaire », etc., des rôles sociaux avec des légitimités autres que celle de la liberté politique libérale. L'imaginaire du « sujet libre » se retrouve néanmoins dans leurs pratiques, dans la mesure où elles doivent correspondre aux critères d'évaluation et d'investissement pour accéder au crédit.

L'imaginaire du « sujet libre » de l'échange, s'il n'est pas toujours explicité de manière limpide, agence des rapports financiers dans un espace social large, qui dépasse et est

---

(Cf. Godechot, O., 2000, « Marchés financiers et gestion du risque. Un essai d'application du concept de rationalisation », Innovation et sociétés, GRIS, Publications de l'université de Rouen, décembre, pp. 137-155).

[549] De ce point de vue, cette recherche rappelle à quel point les objets techniques comme un CDO, une action cotée, un logiciel d'échange de *trader*, ne sont possibles que dans les organisations sociales où s'agencent les personnes au quotidien.

organisé par les tâches professionnelles qui l'organisent. La place des tâches professionnelles dans une hiérarchie sociale qui définit le pouvoir de distribuer des ressources les situe dans un rapport de forces financier, qui constitue un espace politique particulier.

2) La finance contemporaine comme espace politique global

Le pouvoir de distribuer des ressources monétaires n'est pas détenu par un groupe social spécifique, mais est concentré dans des tâches professionnelles légitimées selon un imaginaire du « sujet de l'échange ». La finance contemporaine, définie par ces tâches, est un ainsi un espace de pouvoir, crucial dans des rapports de force qui la dépassent mais qu'elle organise. Cet espace est aujourd'hui global, ce qui décrit un horizon politique en gestation qui dépasse les limites classiques des Etats.

La finance contemporaine : un espace de pouvoir

La distribution de ressources monétaires inégale est organisée aujourd'hui dans des tâches professionnelles légitimées par un imaginaire particulier. La régularité des pratiques de la finance contemporaine dans ces tâches constitue un espace de pouvoir, inscrit dans un rapport de forces financier qui la dépasse mais qu'elle organise en partie.

De nombreuses analyses anthropologiques ont mis en relief les rapports d'interdépendance entre les hiérarchies sociales, les caractéristiques concrètes des formes de monnaie et les imaginaires par lesquels le crédit est distribué. Les caractéristiques matérielles des objets considérés comme monnaie sont souvent liées à des distinctions de rôles sociaux, par exemple des identités sexuées[550] ou des rangs sociaux divers[551]. Les accès à la monnaie, les droits de l'utiliser et de la distribuer peuvent être fortement régulés selon des hiérarchies sociales qui s'articulent avec des imaginaires qu'on peut désigner, selon les cas, comme « religieux » et « politiques »[552]. Les rapports monétaires contribuent par là à définir la

[550] Cf. par exemple Derlon, B., 2002, « L'intestinal et le matriciel : aux origines mythiques d'une « monnaie » mélanésienne (Nouvelle-Irlande, plateau Lelet) », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 157-180.
[551] Cf. par exemple Monnerie, D., 2002, « Monnaies de Mono-Alu: valeurs, discontinuités et continuités dans les objets et les relations sociales », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 81-106 et Damon, F. H., 2002, « Kula Valuables: The Problem of Value and the Production of Names », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 107-136.
[552] Malinowski a longuement décrit comment le droit de participer aux cercles de *kula* et de s'y maintenir, à différents niveaux, s'intégrait dans des hiérarchies sociales explicites, liées à des mythes d'origine, des tabous religieux et à la définition de la légitimité de l'autorité dans les groupes, cf. Malinoswki, B., 1961 (1922), *Argonauts of the Western Pacific. An Account of Native Enterprise and Adventure in the Archipelagoes of Melanesian New Guinea*, E. P. Dutton & Co., Inc., New York, pp. 81-104, 267-289 et 408-412. Appadurai va jusqu'à considérer que *« la politique »* (*«* Politics *»*) est ce qui relie la valeur et l'échange, et que sa tension se situe dans le contrôle et la libération des flux dans les circuits, cf Appadurai, A., 1986, « Introduction :

distinction même (ou la non-distinction), du religieux, du politique ou de l'économique, dans un processus que Max Weber avait lui aussi longuement analysé[553]. Dans certains cas, le pouvoir politique est ainsi parfois défini par la capacité même de certaines personnes ou de certains groupes à monopoliser ou à contrôler fortement la participation à l'échange, selon des rôles sociaux institués. Dans ces cas, ce pouvoir peut être aussi celui d'établir des distinctions sociales à l'intérieur du groupe[554] et de contribuer à la définition des limites du groupe par rapport à ce qui lui serait extérieur[555].

Les professionnels de la finance contemporaine peuvent être considérés comme constituant aujourd'hui un groupe qui organise les rapports financiers et légitime, par les imaginaires qui définissent leurs tâches, une distribution de ressources financière très inégale. Cette inégalité, que nous avons vu dans la clôture de l'évaluable et son inscription dans une hiérarchie des valeurs, s'organise dans des rapports de force, comme ceux entre les salariés et les actionnaires d'Alitalia ou entre les accédants à la propriété immobilière et les employés des institutions de crédit, pour ne citer que les cas traités plus en détail dans ce texte. Le fait que les activités des employés des institutions financières impliquent des qualifications scolaires souvent poussées et qu'elles soient situées dans des lieux géographiques particuliers, notamment quelques grandes villes des pays riches, permet certes de tenter des caractérisations sociales d'un groupe d'« experts » qui monopoliserait la distribution légitime des ressources financières. Cependant, ce monopole n'est pas forcément fermé, comme le montre la récente apparition de nouveaux acteurs, comme les fonds souverains chinois ou du Moyen-Orient et, surtout, sa légitimité n'est de fait pas définie en termes d'un groupe social, mais par les règles de la pratique professionnelle elle-même. Les rapports labiles des employés aux tâches qu'ils accomplissent dissuade de traiter l'imaginaire financier en termes d'une croyance. En même temps, les tâches elles-mêmes définissent un espace de pratiques, plus ou moins délimité[556], ce qui se retrouve dans les statuts juridiques spécifiques qui le régulent. Le rapport de délégation qui établit les fonds de pension et les fonds mutuels aux

---

commodities and the politics of value », in Appadurai, A. (ed.), *The social life of things. Commodities in cultural perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 57.

[553] Cf. Weber, M., 1988 (1920), « Zwischenbetrachtung : Theorie der Stufen und Richtungen religiöser Weltablehnung », *art. cit.*.

[554] Cf. par exemple, Sahlins, M., 1963, « Poor Man, Rich Man, Big-Man, Chief : Political Types in Melanesia and Polynesia », *Comparatives Studies in Society and History*, Vol. 5, N° 3, April, pp. 285-303. L'auteur met en relief comment la forme de ce type de pouvoir monétaire est liée aux spécificités dans la production et la consommation des ressources en général, cf. Sahlins, M., 1976, *Age de pierre, age d'abondance. L'économie des sociétés primitives*, tr. Jolas, T., Editions Gallimard, Paris, 411 p.

[555] Comme je l'ait décrit pour les analyses de Mauss, cf. supra.

[556] Nigel Dodd rappelle que l'importance des rapports financiers est de fait liée non seulement aux activités des Etats, mais aussi à celles des médias, notamment en ce qui concerne les pratiques de consommation cf. *Sociology of Money*, *op. cit.*, pp. 105 et ssq.

Etats-Unis et qui s'étend comme modèle au reste du monde, se formule selon le principe d'une défense des intérêts des clients, institués comme « sujets », et en même temps plus ou moins incapables de participer effectivement à la prise de décision concernant l'évaluation et l'investissement réalisé avec leurs fonds[557]. L'effectivité des tâches professionnelles, réalisées par des employés d'entreprises, constitue ainsi un espace de pouvoir[558], qui légitime et organise une distribution de ressources spécifique, et définit ainsi un horizon politique particulier, qui est aujourd'hui global.

La finance contemporaine : un espace politique global

L'espace politique des rapports monétaires est souvent analysé à partir des institutions étatiques qui définissent et régulent la création monétaire. Il correspond ainsi à une problématisation du rapport de pouvoir financier qui conïncide avec celle concernant la citoyenneté et la place d'un sujet politique dans un collectif social délimité par un centre légitime du pouvoir. L'espace politique de la finance contemporaine dépasse aujourd'hui ces frontières et dessine ainsi un horizon concret du rapport de forces global, qui reste en gestation.

Certains auteurs, dans des analyses proches de celle de Simmel, considèrent alors le rapport monétaire, c'est-à-dire les échanges concrets de monnaie et les imaginaires souvent très argumentés qui les régulent en définissant des rôles sociaux, comme un fondement plus ou moins inconscient du groupe en tant que totalité[559]. A partir de cette analyse, des approches holistes présentent le concept de totalité sociale ou de société comme fondement symbolique et en même temps horizon indépassable du rapport monétaire[560].

---

[557] Cf. Montagne, S., *Les fonds de pension*, *op. cit.*

[558] En ce sens, ce texte n'est pas une étude des « élites » comme groupes sociaux, même s'il communique avec certaines des raisons éthiques qui poussaient Laura Nader à inciter les anthropologues à faire des recherches *« vers le haut »*, cf. Nader, L., 1972, « Up the Anthropologist – Perspectives Gained from Studying Up », in Hymes, D. H. (ed.), *Reinventing Anthropology*, Pantheon Books, New York, 1972, pp. 284-311.

[559] Cf. Orléan, A., 1992, « La monnaie comme lien social. Etude de Philosophie de l'Argent de Georg Simmel », Genèses, n° 8, juin, pp. 86-107 et Breton, S., 2002, « Tuer, manger, payer: l'alliance monétaire des Wodani de Papouaise occidentale », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 197-232. Pour des analyses psychanalytiques en ce sens, selon lesquelles l'appartenance à la totalité sociale est refoulée et sublimée à travers les rapports monétaires, cf. par exemple Godelier, M., 1996, *L'énigme du don*, Arthème Fayard, Paris, pp. 237-295 et Pacaud, P., 2002, « Le hasina: monnaie, parole, regard. Principe de l'échange et reproduction sociale à Madagascar », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 181-196. Pour Malinowski, les rapports monétaires et leurs hierarchies s'inscrivaient dans des organisations fonctionnelles de *« cultures »* commprises comme un *« tout indivis »*, selon des *« besoins »*, cf. Malinoswki, B., 1968 (1944), *Une théorie scientifique de la culture*, tr. Clinquart, P., François Maspero, Paris, pp. 127-131. Certains auteurs considèrent par contre que cette vision tend à naturaliser des rapports de force à un moment donné, cf. Parmentier, R. J., 2002, « Money Talks, People Talk. Systemic and Transactional Dimensions of Palauan Exchange », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 49-80 et Piron, S., 2002, « La dette de Panurge », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 255-270.

[560] Orléan, A., 2002, « La monnaie contre la marchandise », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 27-48.

Tout en reprenant l'importance du concept de totalité, Marcel Mauss et Georges Bataille insistent néanmoins sur le fait que le rapport monétaire a un potentiel de dépassement des limites qui le régulent à un certain moment. Si le groupe à des limites, d'un point de vue analytique, c'est qu'il en a l'expérience, que Mauss décrivait par exemple dans les contacts avec de nouveaux groupes lors des expéditions dans les cercles du *kula*. Comme je l'ai décrit plus haut, dans ce *« sortir de soi »*, l'alternative était le commerce ou la guerre, c'est-à-dire l'anéantissement de l'extériorité par la disparition d'un des deux termes, ou l'établissement de nouveaux rapports sociaux. En insistant sur le débordement d'*« énergie »* et sa tendance nécessairement destructrice, Georges Bataille s'opposait à une vision des rapports monétaires dans laquelle ils atteindraient une stabilité. Le rapport social étant lui-même débordement, la distribution de ressources monétaires est pour l'auteur un processus instable et constamment ouvert à la destruction des anciennes règles et l'établissement de nouveaux imaginaires[561]. Ces deux auteurs pointent à la plasticité des rapports monétaires, qui est observable, par exemple dans les cas où différents régimes monétaires s'imbriquent et se transforment[562].

Mauss remarquait que l'utilisation du mot « monnaie » pouvait être étendue à de nombreux objets d'échange, en dehors des devises produits par les Etats de son époque[563]. Ce n'est pas un des buts de cette recherche de stabiliser un concept de « monnaie » ni d'entrer dans un débat sur cette question. Mais les actifs financiers, notamment ceux qui sont définis comme des rapports stables entre flux monétaires, peuvent être considérés comme des formes

[561] Bataille, G., 1967, *La Part Maudite*, précédé de *La notion de dépense*, Les Editions de Minuit, Paris, notamment pp. 25-80.

[562] Nigel Dodd remarque que la monnaie est « plastique », dans le sens où elle est définie par les rapports sociaux dans lesquels elle est utilisée et qui peuvent être très variablesn cf. Dodd, N., « Laundering « money »: on the need for conceptual clarity within the sociology of money », *art. cit.* Keynes distinguait des *« propriétés fondamentales »* de la monnaie, en fonction de ses intérêts de recherche, qui visaient, de manière explicite, à donner à l'Etat le moyen de mieux contrôler les rapports monétaires de son époque (cf. Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, *op. cit.*, p. 247). Comme le remarque Olivier Favereau, ceci rapproche la vision de la monnaie keynesienne de la vision du langage du dernier Wittgenstein, selon lequel les règles de la communication se font dans les pratiques et ne sont donc pas figées *a priori* (cf. Favereau, O., 2005, « Quand les parallèles se rencontrent : Keynes et Wittgenstein, l'économie et la philosophie », *Revue de Métaphysique et de Morale*, n°3, pp. 403-427). Comme je l'ai analysé plus haut, Viviana Zelizer a analysé la multiplicité des pratiques monétaires et des « sens » de la monnaie dans les rapports affectifs. De nombreux auteurs ont analysé comment la recontre entre différents régimes monétaires donne lieu à des agencements très divers, qui impliquent des imaginaires politiques, identitaires ou religieux, qui sont à chaque fois spécifiques et peuvent être considérés comme autant de rapports monétaires distincts. Cf. par exemple Bloch, M., Parry, J., 1989, « Introduction: Money and the Morality of Exchange », in Bloch, M., Parry, J. (eds.), *Money and the Morality of Exchange*, Cambridge University Press, Cambridge UK, pp. 1-32, Faugère, E., 2000, « Transactions monétaires en pays Kanak », *Genèses*, n° 41, déc., pp. 41-62, Lantz, P., 2000, « La monnaie hantée par l'argent », *Socio-Anthropologie*, n° 7, 1er sem., pp. 51-63, et Stewart, P. J., Starthern, A., 2002, « Transformations of Monetary Symbols in the Highlands of Papua New Guinea », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 137-156. Cette plasticité de la monnaie est mise en évident dans les études sur les apprentissages de l'utilisation de la monnaie par des enfants, cf. par exemple Becker, H. S., 1991,« Children's Conceptions of Money: Concepts and Social Organization », in Maines, D. (ed.), *Social Organization and Social Process*, Aldine Publishing Co., New York, pp. 45-57.

[563] Cf. Mauss, M. « Essai sur le don… », *op. cit.*, pp. 178-179.

de « monnaie » spécifique, du fait de leur échangeabilité et de leur liquidité, ce qui est déjà fait par exemple dans les calculs de ce qui est appelé la « masse monétaire », qui intègre différents titres de dette autres que les devises elles-mêmes. Bryan et Rafferty, analysant surtout les *swaps* de devises, considèrent qu'ils constituent une forme de monnaie nouvelle qui, en brouillant la frontière entre « monnaie » et « capital », permet des équivalences « universalisantes » d'un type qui n'existait pas jusqu'ici[564]. Ce que les produits dérivés comme les *swaps* ou la titrisation ont de particulier, en tout cas pour ce qui concerne l'objet de cette recherche, est le fait qu'ils établissent en effet des rapport monétaires à partir des garanties des Etats sur les devises et les cadres juridiques, mais effectivement dans un espace monétaire qui dépasse les pouvoirs de chaque Etat en particulier. Cependant, l'aspect « universalisant » de la monnaie était déjà analysé par Mauss dans les cercles du *kula*. Il ne me semble pas une spécificité technique des produits dérivés, mais un questionnement sur l'aspect politique des rapports monétaires qui peut être posé à de nombreuses configurations.

De ce point de vue, le CDO Luxor, de même que d'autres actifs financiers, peut être considéré comme un rapport monétaire spécifique. A travers sont utilisation, des rapports financiers sont établis au-delà des frontières d'espaces politiques, les Etats, dans lesquels les règles de distribution des ressources ne sont pas tout à fait les mêmes. L'accord de crédits immobiliers aux personnes avec de faibles revenus ou la place de systèmes de retraites par capitalisation n'ont pas les mêmes légitimités politiques, par exemple dans les discours des partis politiques, aux Etats-Unis et en France. Les rapports financiers établis à travers le CDO dépassent, de ce fait, les imaginaires de légitimation politique de ces rapports de crédit, en établissant des liens nouveaux. Les caractéristiques concrètes de l'agencement de contrats qui font le CDO sont constitutives de ce que ces nouveaux rapports financiers peuvent être ou ne pas être.

Ce dépassement demande à une anthropologie politique de poser la question, à laquelle je ne peut bien sûr pas être répondre ici de manière approfondie, de la place analytique des Etats dans la description des rapports financiers globaux. Comme je l'ai montré dans les pratiques concrètes des personnes chargées d'évaluer et d'investir, les Etats sont extrêmement présents dans certaines parties cruciales des opérations. La définition des taux directeurs par les banques centrales est fondamentale du point de vue de l'évaluation, et donc de la direction que prennent les investissements, selon des logiques concrètes mais pas linéaires. Elle est intégrée dans la définiton même des actifs financiers considérés comme des

[564] Cf. Bryan, D., Rafferty, M., 2007, « Financial derivatives and the theory of money », *Economy and Society*, Volume 36, Number 1, February, pp. 134-158.

objets d'investissement, comme on l'a vu pour les actions et les ABS. Elle est aussi fondamentale dans la définition des stratégies d'investissement et donc dans la distribution de ressources, comme on l'a vu dans le cas du CDO. Par ailleurs, toutes les pratiques décrites ici ne seraient pas envisageables sans les cadres juridiques qui permettent de définir les droits et les devoirs des acteurs des échanges, ainsi que par la stabilisation des monnaies utilisées. L'histoire des instabilités monétaires ou de l'absence de cadres juridiques rappelle qu'il ne s'agit pas d'acquis évidents. Les pratiques du « sujet libre » dans des tâches professionnelles au sein des entreprises de l'industrie financière sont donc organisées par les Etats non seulement du point de vue de la régulation, mais aussi, à travers les taux directeurs, du point de vue de la définition même de ce qui est à échanger. Le fait que les Etats riches honorent leurs dettes donne une réalité concrète à la notion de taux « sans risque », qui constitue la condition de possibilité pratique de cette figure intentionnelle. En même temps, l'extension du pouvoir des Etats riches aujourd'hui est en partie due à leur capacité à agir sur la distribution de ressources globales à travers la régulation et la définition des taux d'intérêt. Les rapports entre les Etats et les règles qui les dépassent sont de ce fait parfois ambigus. Comme on le voit dans le cas du CDO Luxor, qui de ce point de vue n'est pas exceptionnel, il est établi dans des « paradis fiscaux », des espaces fiscaux dits *offshore*, mais qui sont néanmoins intégrés juridiquement à des Etats centraux dans la régulation des rapports financiers contemporains, les Etats-Unis et le Royaume-Uni[565]. L'analyse des pratiques financières effectuée ici montre à quel point il est difficile d'opposer l'Etat et les « marchés financiers » du point de vue analytique, y compris quand on n'analyse, comme je l'ai fait ici, que les entreprises de l'industrie financière.

En même temps, les Etats sont souvent compris comme les instances de légitimité démocratique des rapports monétaires. Les pratiques analysées ici pointent au fait que si les Etats sont tout à fait constitutifs de la finance contemporaine, celle-ci s'étend sur un espace global où aucun Etat n'est fondamental tout seul. Ceci est par exemple le cas pour les concepts qui organisent la définition de la valeur des actifs ou de stratégies d'investissement légitimes. La définition des taux directeurs est le fait de plusieurs banques centrales, qui collaborent plus ou moins selon les moments, et dont le pouvoir réside en partie dans les banques « privées » et le reste de l'industrie financière. De ce point de vue, la finance contemporaine, en tant que réseau vaste et complexe d'organisations avec des règles

[565] Sur cette ambiguïté ou contradiction plus ou moins avouable selon les cas, cf. Godefroy, T., Lascoumes, P., 2004, *Le Capitalisme Clandestin. L'illusoire régulation des places offshore*. Editions La Découverte, Paris, 263 p. et Favarel-Garrigues, G., 2005, « Domestic reformulation of the moral issues at stake in the drive against money laundering : the case of Russia », International Social Science Journal, 185, septembre p. 529-541.

multiples, imbriquées mais pas unifiées dans un ensemble homogène, s'inscrit dans une hiérarchie entre Etats qu'elle contribue à reproduire ou transformer, tout en se dégageant de chaque juridiction en particulier et en permettant parfois de les faire jouer les uns contre les autres. Le CDO analysé ici en est un bon exemple. Etabli à partir de trois juridictions, américaine, britannique et française, en partie dans des espaces déjà distingués de leurs Etats, comme l'Etat de Delaware et les îles Jernesey, la distribution de ressources qu'il permet n'est pas inscrite dans un Etat en particulier qui en constituerait l'espace de légitimité. Cette légitimité, du point de vue de ceux qui le font, se situe plutôt dans les philosophies libérales de définition et de création de valeur, souvent de manière fragmentaire. Les réactions coordonnées des principales banques centrales à la « crise » des *subprimes* sont probablement une ébauche de la constitution d'une instance mondiale unique de régulation et de prêt en dernier ressort, du moins pour les crises globales. Elle se constitue à travers les Etats, mais en les dépassant, et dessine peut-être l'horizon d'un espace politique global, du moins du point de vue des rapports monétaires[566].

Cet espace est aujourd'hui probablement en construction, dans un processus d'autant plus ouvert qu'il construit sa légitimité en partie par sa capacité de réaction à des « crises » définies comme « imprévisibles ». La relative « indépendance » des banques centrales et la manière dont elles partagent de nombreux imaginaires concernant les rapports financiers légitimes avec les pratiques des entreprises de la finance contemporaine permet de prévoir que le « sujet libre » en tant qu'« investisseur » qui « crée de la valeur » demeurera au centre du dispositif[567]. Cependant, dans les mandats de ces banques incluent aussi des logiques de stabilité des prix ou de l'emploi, qui auraient pu conduire à une régulation institutionnelle globale des rapports financiers différente[568]. La plasticité de la monnaie mise en relief par les approches anthropologiques permet d'avancer que les règles de la pratique financière ne s'inscrivent pas nécessairement dans des chemins écrits par avance. L'intégration globale des instances de régulation financière avec des imaginaires communs se fait aujourd'hui avec le développement de monnaies régionales et même de réseaux monétaires qui, par exemple en

[566] Cf sur ce point Hart, K., 2007, « Money in the making of world society », Paper presented at the Wits Institute of Social and Economic Research, Johannesburg, South Africa, 16th April.
[567] Ces logiques ne sont cependant pas les seules possibles pour les institutions bancaires non-étatiques, comme le montre l'expérience des banques mutualistes, cf. Moulévrier, P., 2003, « Le Crédit mutuel. L'« économie sociale » comme consensus », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Epaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 93-104.
[568] La régulation est conçue essentiellement comme ayant pour but d'augmenter la « transparence », sans remettre en cause les effets massifs de l'organisation actuelle dans la distribution de ressources. Cf. par exemple Blyth, M., 2003, « The Political Power of Financial Ideas. Transparency, Risk, and Distribution in Global Finance », in Kirshner, J. (ed.), *Monetary Orders. Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*, Cornell University Press, Ithaca and London, pp. 239-259.

utilisant les nouvelles technologies de l'information, visent à se dégager des rapports de légitimité politique inscrits dans l'imaginaire de l'Etat[569].

Actuellement, le modèle de l'Etat en tant que centre unifié, seul légitime dans la régulation des rapports sociaux touchant à l'ensemble de sa population à l'intérieur d'un territoire restreint, ne semble pas être le cadre le plus adéquat pour établir des règles globales de régulation monétaire, même si c'est le seul disponible. Les rapports sociaux établis par la finance contemporaine contribuent donc à poser une question, qui reste ouverte, sur la constitution d'un sujet politique unifié, la figure du citoyen, dans le cadre de ce modèle étatique. La possibilité de considérer les rapports monétaires comme des rapports de forces qui doivent être régulés dans l'espace mondial, avec des rapports variables ou contradictoires avec d'autres enjeux, écologiques ou identitaires, nous impose de penser la viabilité d'une communauté monétaire qui ne subsume pas, du moins pour l'instant, la communauté humaine comme communauté politique unifiée. Dans la perspective de cette dernière, qui était aussi celle de l'anthropologie de Kant, l'Etat mondial peut apparaître comme un horizon conceptuel. Ces questions dépassent l'objet de cette recherche, mais les résultats des observations dans des lieux particuliers et à des moments restreints de la finance contemporaine, que j'ai décrits ici, me semblent déjà, dans leur partialité et leur aspect fragmentaire, indiquer qu'elles doivent être posées.

L'articulation de ces différentes pratiques monétaires reste ouverte et son analyse dépasse le cadre de cette recherche. Cependant, elle constitue l'horizon pratique inévitable dans lequel s'inscrit ce texte. Du point de vue de l'analyse de la finance contemporaine, l'anthropologie politique doit se donner comme espace géographique *a priori* le monde entier. Le concept du « global » n'est probablement pas assez précis pour définir les réseaux de relations professionnelles qui constituent aujourd'hui la finance contemporaine[570]. En même

[569] Cf. Servet, J.-M., *Une économie sans argent. Les systèmes d'échange local*, *op. cit.*, Dokhan, J., 2000, « Le temps contre l'argent: un SEL », Socio-Anthropologie, n° 7, 1er sem., pp. 77-94 et Hart, K., 2006, « Richesse commune: construire une démocratie économique à l'aide de monnaies communautaires », in Blanc, J. (éd.), *Exclusion et liens financiers: Monnaies sociales*, Rapport 2005-2006, Paris, Economica, pp. 135-152. Les monnaies électroniques sont de fait souvent développées par des entreprises privées qui ne les intègrent pas dans des logiques de régulation selon des discours de légitimité politique ou morale. Elles apparaissent alors comme un défi à la régulation monétaire globale, cf. Guttmann, R., 2003, « Cybercash: The Coming Era of Electronic Money », *La lettre de la régulation*, avril, pp. 1-5. Bill Maurer analyse ainsi comment les centres *offshore* et les monnaies électroniques, en permettant d'établir des rapports monétaires sans « lieu » selon la philosophie politique et morale libérale, c'est-à-dire dans des « espaces » qui ne sont pas compris dans l'imaginaire de la souveraineté territoriale comme base de la citoyenneté, du sujet politique et de son rapport de propriété, mettent en évidence des limites concrètes de cet imaginaire, et par là les conditions, imaginaires, de sa possibilité (cf. Maurer, B., 2004, « Cyberspatial Properties: Taxing Questions about Proprietary Regimes », in Humprhey, C., Verdery, K. (eds.), *Property in Question. Value transformation in the global economy*, *op. cit.*, pp. 297-318).

[570] Comme le remarque Marc Abélès, le « global » comme espace politique demeure ambigu. Vécu plus sous le mode de la « survivance » que sur celui de la « convivance » dans l'horizon d'un Etat souverain, il s'inscrit dans

temps, l'extension des effets de ces relations pour le reste des habitants de la planète, comme le montre la dernière crise, fait qu'elles concernent, du point de vue de la distribution de capacités d'agir à travers la monnaie, le monde presque dans sa totalité. C'est dans cet espace que se pose la question des rapports de forces qui font que l'accès à la monnaie est inégalement distribué, à partir d'imaginaires que j'ai en partie analysés ici. Le concept même du « politique » compris aujourd'hui comme un rapport à un Etat, souvent défini comme Etat-Nation, semble trop restreint pour aborder ces évolutions. Les notions de « rapports de force » et de « distribution des capacités à agir » m'auront permis d'éviter cette limite, dans une approche qui reste exploratoire.

L'ouverture des possibles de la finance contemporaine pose entre autres la question des logiques de changement observables aujourd'hui. Les actions cotées, les obligations et même la titrisation des dettes bancaires peuvent être considérées comme existant depuis longtemps. Leurs rôles dans les rapports financiers ont certainement changé de manière dramatique depuis une trentaine d'années mais, comme les produits dérivés, elles ont été pratiquées depuis parfois des siècles. Du point de vue de l'analyse des pratiques, il ne s'agit pas de détecter une nouveauté cognitive observable depuis un point de vue théoriquement extérieur à la pratique, mais de comprendre ce qui, dans la pratique, fait sens comme « nouveau ». A Brokers Inc., la « nouveauté » était considérée comme une menace constituée par les changements dans les règles définissant les rapports entre gérants et vendeurs. A Acme, le Département Structuré s'était construit en partie en insistant sur son caractère innovant. Cependant, dans l'équipe ABS, l'innovation était pratiquée comme un aspect secondaire. Alors que les CDOs de la section des dérivés de crédit avaient gagné des prix pour leur caractère innovant, les personnes observées légitimaient leurs pratiques quotidiennes à partir d'imaginaires organisés autour de la stabilité des règles de l'évaluation de la « création de valeur ». L'analyse des pratiques des membres de Hedge Consulting permet d'aborder, à travers un cas particulier, une des manières d'effectuer un changement légitime selon l'imaginaire de l'« innovation ». Cette observation permet de mettre en relief la plasticité des règles des rapports financiers en même temps que la limitation des possibles dans la régularité institutionnelle particulière que j'ai décrite jusqu'ici.

---

un « régime d'anticipation » et porte le signe de l'« incomplétude », cf. Abélès, M., *Anthropologie de la globalisation*, *op. cit.*, pp. 158 et ssq.

3ème Partie :

Innover : proposer de nouvelles techniques d'investissement dans la « gestion alternative » à Hedge Consulting

« …c'est très difficile de vendre quelque chose qui n'est pas identifiable… »[571]

Introduction

L'innovation dans la finance contemporaine

L'analyse des pratiques dans ce texte a porté jusqu'ici sur des actifs financiers institués parfois depuis des siècles. Leurs règles d'utilisation ont pu varier et leur incidence s'est certainement transformée considérablement avec les changements dans l'organisation financière globale depuis une trentaine d'années. Les actions et les obligations sont devenues des moyens privilégiés de financement des entreprises des pays riches. La titrisation des dettes bancaires s'est inscrite dans cette logique, les ABS apparaissant comme un actif qui devait permettre d'investir dans l'activité bancaire de manière semblable à celle dont on investissait dans les autres titres. L'équipe ABS pouvait ainsi immédiatement appliquer les approches dites « classiques » d'investissement comme le *buy and hold* et la diversification, le caractère « innovant » de la structure du CDO Luxor étant essentiellement la manière dont il agençait les intérêts, notamment fiscaux, des clients.

Une analyse des techniques d'investissement subséquentes de l'équipe ABS aurait néanmoins permis d'explorer des logiques d'« innovation », dans le sens où le positionnement des acteurs était affiché comme tel par rapport à la manière de considérer les ABS comme des « sources de valeur ». Les temps de l'enquête de terrain ne m'ont pas permis de le faire. Mais cette question était centrale dans les pratiques des membres de l'équipe de consultants de

[571] Réflexion de Charles, directeur de Hedge Consulting.

Hedge Consulting. Leur observation permet de poser des questions sur les logiques qui définissent et organisent ce qui est considéré comme une « innovation » dans la finance contemporaine. Comme la titrisation, les *hedge funds* n'occupaient qu'une part très faible des capitaux investis en actifs financiers[572], mais ils faisaient partie des possibles de la finance contemporaine depuis des décennies. La question posée ici n'est pas celle de l'apparition de quelque chose de nouveau dans le domaine de l'être. En suivant Michel de Certeau, je dirais que du point de vue de l'approche adoptée ici, cette question est celle de la pratique elle-même. Toute action est elle-même productrice d'effets, de nouveau. Par contre, la question concerne les règles de l'innovation. Dans la finance contemporaine, cette question s'inscrit dans une légitimation des pratiques en termes d'« efficacité ». L'innovation serait ce qui permettrait de « mieux » réaliser la « création de valeur ». Cette logique organise les pratiques des acteurs et fait partie du marketing par lequel des produits financiers sont offerts de manière plus générale aux ménages, aux entreprises ou aux Etats détenteurs des ressources monétaires investies par les gérants de fonds pour tiers.

Les logiques à l'œuvre dans les activités des membres de Hedge Consulting étaient très liées aux spécificités de leurs parcours, de leurs expertises et de leur positionnement commercial à un moment donné. En même temps, elles permettent de mettre en relief un moment d'institutionnalisation d'activités considérées jusque-là comme marginales. De ce fait, elles jettent une lumière sur l'histoire d'autres actifs financiers, aujourd'hui institués et jadis « innovants ». A l'époque de mes observations à Hedge Consulting, en 2003, les professionnels que j'ai rencontrés, notamment investissant en actions des pays riches, insistaient sur les effets, qu'ils considéraient dévastateurs et de long terme, que l'explosion de la bulle Internet allait avoir dans l'organisation financière. Les pratiques des membres de Hedge Consulting s'inscrivaient alors dans la recherche d'un investissement plus « efficace » par rapport aux erreurs suscitées par une vague précédente et très récente d'« innovation » faillie. La justification de cette « nouvelle innovation » devait être d'autant plus forte et permettait à l'observateur que j'étais d'en voir plus clairement les logiques. Ceci fut complété par des entretiens avec de nombreux employés à Acme, en 2004, qui m'ont permis de comprendre le positionnement plus général de l'équipe de Hedge Consulting.

Les règles de l'innovation financière

[572] Selon les estimations de plusieurs sources, autour de 600 milliards de dollars US en 2003. Leur comptabilisation est néanmoins difficile, comme on le verra plus bas.

Ici, je ne m'intéresserai pas prioritairement à l'innovation elle-même, mais à la manière dont elle s'inscrit dans la distribution de ressources par la finance contemporaine, à partir d'un cas particulier. Du point de vue de l'objet de cette thèse, ce qui est intéressant dans les pratiques des membres de Hedge Consulting est la manière dont ils cherchent à agencer de manière « innovante » les règles de l'évaluation et de l'investissement que j'ai décrites jusqu'ici. A travers des tests techniques, des discussions au sein de l'équipe et des discussions avec des clients potentiels ou des experts professionnels divers, ils rendaient effectifs des possibles et des impossibles, dont certains ne se stabilisent que par le travail de tâtonnement lui-même. Les membres de l'équipe exploraient différentes possibilités commerciales comme le conseil, la gestion ou l'activité d'intermédiation commerciale. Ils cherchaient, entre autres, à vendre des techniques d'investissement innovantes, afin d'être associés comme responsables de la gestion de fonds pour tiers par une institution financière et d'en tirer des revenus sous forme de commissions de gestion.

Le produit offert ainsi que les statuts professionnels potentiels des membres comme « gérants » étaient en redéfinition à travers les interactions quotidiennes. Le flou s'organisait à partir des règles et des tensions décrites dans les deux premières parties de ce texte. D'une part, les *hedge funds* avaient une histoire officielle de plusieurs décennies. Définis juridiquement, il s'agissait des fonds d'investissement généralement indépendants, constitués comme de petites entreprises, ayant, selon la loi des Etats-Unis, moins de 99 clients, ce qui les dispensait de suivre de nombreuses règles prudentielles et de « transparence », c'est-à-dire de publication, de leurs techniques d'investissement[573]. Situés de manière négative en dehors des pratiques commerciales et de gestion de fonds caractéristiques des grands fonds de pension ou mutuels, ils étaient par ailleurs souvent établis dans des paradis fiscaux, ce qui correspondait aux intérêts de leur clientèle, constituée de grandes fortunes et d'institutions financières spécialisées, que la loi définit comme « sophistiquée ». Ce positionnement dans les marges était aussi accompagné, depuis des décennies, de pratiques d'investissement qui s'éloignaient des approches de *buy and hold* et de diversification au sein d'indices. Les *hedge funds* s'inscrivaient ainsi dans les logiques qui définissaient le gérant comme incarnant la figure de l'investisseur libre, indépendant de toute règle instituée, et établissant un rapport personnel souverain avec l'objet dans lequel il investissait, ce qui se retrouvait, entre autres, dans le mode de rémunération.

[573] Aux Etats-Unis, cette limitation est définie par la « Investment Company Act » de 1940.

En même temps, à l'époque de mes observations, les *hedge funds* commençaient à être perçus comme un « produit » qui pouvait être proposé par les grandes institutions de gestion de fonds pour tiers. Ils étaient alors considérés officiellement comme de la *« gestion alternative »*, par opposition à la *« gestion traditionnelle »* ou *« classique »*. Les techniques d'investissement et les actifs financiers abordés par les *hedge funds* peuvent être très divers. Leur intégration dans les grandes institutions financières sous une appellation commune était considérée comme problématique, puisqu'ils relevaient de domaines d'expertise différents. Comme on l'a vu pour Acme, les *hedge funds* investissant dans des obligations étaient dans le département Fixed Income avant d'être intégrés dans un département spécifique pour toutes les approches d'investissement dites « alternatives ». Cette intégration se faisait dans une tension entre d'une part une insistance dans la spécificité et l'expertise de chaque *hedge fund* et d'autre part leur inscription dans ce qui apparaissait progressivement comme une « classe d'actifs » à part entière, qui faisaient que les *hedge funds* étaient eux-mêmes des objets d'investissement, au même titre que les actions, les obligations ou les ABS. Se posait alors la question, non résolue à l'époque de mes observations, de leur évaluation selon les règles que j'ai décrites plus haut.

C'est dans cette tension entre marginalité et institution, qui se retrouvait dans la définition organisationnelle mais aussi dans celle des techniques d'investissement, que les membres de Hedge Consulting essayaient de commercialiser leur approche de l'investissement en actions cotées dans les pays riches.

Le pouvoir d'innover

Les pratiques des membres de Hedge Consulting sont intéressantes dans l'analyse de la finance contemporaine comme espace de pouvoir en ce qu'elles mettent en relief la labilité des imaginaires financiers en même temps que leur limitation concrète dans les rapports sociaux qui les rendent possibles. Si les personnes observées pouvaient avoir des rapports variables avec les imaginaires financiers de l'évaluation et de l'investissement, ils s'intégraient dans la possibilité même de pratiquer ces concepts en développant des stratégies commerciales qui restreignaient fortement la multiplicité de leurs possibles. Cette limitation tenait, comme nous le verrons, au besoin de s'intégrer dans les institutions pour pouvoir en tirer un bénéfice monétaire. Ce besoin était organisé par les rapports sociaux, les connaissances et les calculs sur la rentabilité des projets. Mais ces pratiques empruntaient toutes les chemins de la « création de valeur » par un « investisseur », sujet de l'échange selon les philosophies politiques et morales libérales ananlysées plus haut.

Plan de la troisième partie

Hedge Consulting était constitué de trois membres, auxquels je fus associé quatre mois pendant l'été 2003. Charles, 53 ans, avait fait une longue carrière dans la finance et, après des déconvenues au début des années 90, était revenu dans la profession comme consultant dans la « gestion alternative ». Dans ce cadre, il avait rencontré Julie, 27 ans, qu'il avait aidé à monter un *hedge fund* au sein de la Compagnie Universelle. Pierre-François, 41 ans, travaillait avec Charles sur d'autres projets et suivait leur activité dans la finance avec moins d'intensité. Ils m'embauchèrent pour les aider à mener des entretiens pendant l'été 2003, *« lorsque les gens ont le temps »*, avec des professionnels de la « gestion alternative » afin d'établir une stratégie commerciale. Les possibles de l'inscription dans la gestion alternative étaient en partie définis par ces parcours, qui s'inscrivaient dans un cadre encore en formation (A).

Les *hedge funds* étaient en partie définis comme une réalisation extrême de l'imaginaire de l'investisseur libre. Les techniques d'investissement apparaissaient comme « affranchies » de l'approche classique, indicielle et de *buy and hold*. Les multiples stratégies d'investissement dans des actifs très divers étaient censées avoir pour caractéristique commune d'être développées et appliquées par un gérant ou une équipe de gestion indépendante de toute attache institutionnelle, qui souvent investit ses propres fonds avec ceux de ses clients. Cette indépendance, conçue souvent comme la condition de la réalisation la plus légitime de la définition de la valeur, était accompagnée en même temps d'une suspicion quant à la qualité morale des acteurs qui la menaient à bien. Leur manque d'attaches était considéré comme ouvrant la porte à des approches spéculatives qui mettaient en danger le système financier en général. Leur indépendance organisationnelle et leur situation juridique faisaient même peser des doutes sur la légalité de leurs actes. Dans leur définition comme petites structures indépendantes, les *hedge funds* étaient, comme je l'ai brièvement décrit en première partie de ce texte, à la fois une attraction et un repoussoir (B).

Leur institutionnalisation progressive s'accompagnait d'une remise en cause de certains de ces éléments et du développement de problématiques proches de l'allocation d'actifs et de la gestion classique. Les *hedge funds* étaient intégrés dans les grandes institutions de deux manières. Ils pouvaient être des filiales et les gérants étaient des employés, comme Julie avant son éviction de la Compagnie Universelle. Ils pouvaient aussi rester indépendants, mais leurs clients étaient composés, du moins en partie, d'investisseurs institutionnels. Ces derniers exigeaient alors la publication de leurs opérations et exerçaient

des contrôles sur les stratégies d'investissement qui rompaient avec l'imaginaire de « liberté » des petites entreprises indépendantes. Les *hedge funds* pouvaient aussi devenir un objet d'investissement pour des « fonds de fonds ». Dans ce cas, le gérant de « fonds de fonds », employé par son entreprise, diversifiait l'investissement dans différents *hedge funds*, selon une logique d'investissement « classique » de *buy and hold* et de diversification. Les *hedge funds* étaient alors assimilés à une classe d'actifs, ce qui posait de nombreuses questions non résolues quant à leur définition (C).

Dans cet espace, l'équipe de Hedge Consulting essayait de se positionner en mobilisant le parcours et l'expertise de ses membres, ses contacts professionnels et l'expérience de la technique d'investissement développée et implémentée pendant plus d'un an à la Compagnie Universelle. Les acteurs décrivaient leur parcours comme étant marqué par la recherche d'innovations et par une situation proches des marges institutionnelles. Leurs positions par rapport à l'ambiguïté morale des techniques d'investissement étaient différentes et se modifiaient plus ou moins avec les interactions dans le milieu professionnel pendant mes observations. L'équipe cherchait à définir des stratégies et avait plusieurs projets. Ils exploraient les possibilités de devenir conseillers en investissement dans la « gestion alternative », gérants de *hedge fund* ou encore représentants d'un fonds de fonds. La rencontre avec des clients potentiels ou des collègues susceptibles de leur donner des pistes quant aux opportunités était à la fois une manière de se faire connaître, de tester des hypothèses par rapport aux projets développés et d'être à l'affût d'idées nouvelles. L'équipe agençait ainsi de manière fragmentaire les possibles multiples et ambigus d'un espace qui demeurait en processus de définition (D).

L'équipe avait développé un *hedge fund*, nommé Alpha, au sein de la Compagnie Universelle, et cherchait à le commercialiser auprès de nouveaux clients. Les interactions avec des professionnels divers, jointes à un accès à une littérature professionnelle spécialisée, faisaient l'objet de discussions nourries et récurrentes au sein de l'équipe sur leur propre approche de la « gestion alternative ». L'analyse des règles d'investissement d'Alpha et d'un enregistrement de deux heures de discussions à son sujet au sein de l'équipe permet de voir comment les différents imaginaires des *hedge funds* étaient explorés de manière parfois fragile et temporaire, alors qu'ils n'étaient pas encore stabilisés dans des institutions. En 2007, les membres de l'équipe réussirent à vendre le *hedge fund* à une grande institution basée en France. Leurs explorations permettent ainsi d'observer un cas concret dans lequel l'« innovation », comme exploration des possibles, multiples et limités des règles de la

distribution de ressources, est une manière de participer leur application dans des tâches professionnelles (F).

A) Hedge Consulting et la « gestion alternative » : l'innovation financière comme enjeu quotidien

Hedge Consulting était une équipe de trois personnes avec des tâches très distinctes, organisées explicitement dans le but de produire et de vendre des techniques d'investissement innovantes, qui supposaient d'agencer de manière créative les éléments constitutifs de la définition et de la création de valeur que j'ai étudiés jusqu'ici. La distribution des tâches au sein de l'équipe situait Julie, jeune ingénieure, au centre de l'activité « créative ». Charles, possédant des contacts et une longue expérience, était censé à la fois cadrer cette activité et lui permettre de s'épanouir en cherchant des débouchés. Pierre-François avait un rôle de support, consistant à baliser le terrain juridique de l'entreprise. Ils m'avaient embauché pour quatre mois pour que je conduise des entretiens avec des clients potentiels ou des professionnels dans la « gestion alternative », afin de leur donner une *« vision générale du marché »*. L'activité d'innovation était en partie organisée autour d'un imaginaire du « créateur » qui communiquait fortement avec celui de l'investisseur libre incarné par un gérant indépendant. En même temps, le travail « créatif » était aussi considéré comme le fait d'une « équipe » autonome. Finalement, cette activité créative était constamment redéfinie à partir des interactions avec le milieu professionnel des investisseurs institutionnels dans lequel l'équipe cherchait à vendre ses produits. Les imaginaires de la gestion institutionnelle, que j'ai analysés jusqu'ici, étaient intégrés dans la production des stratégies d'investissement dont Julie avait l'expertise technique. Ces différentes règles constituaient la pratique quotidienne d'innovation des membres de Hedge Consulting.

Pour en rendre compte, j'analyserai d'abord comment les parcours et les rapports au sein de l'équipe s'organisaient, à l'époque de mes observations, selon les logiques du créateur individuel et de l'équipe innovante. La position commerciale difficile de Hedge Consulting à l'époque de mes observations renforçait cet imaginaire, la légitimité de la recherche de nouveaux produits étant censée provenir en partie du fait que leur extrême nouveauté les aurait rendus dangereux pour des institutions trop conservatrices (1).

Ces logiques d'interaction au sein du groupe s'organisaient en rapport avec une vision générale de la « gestion classique » institutionnalisée et de sa situation particulière après l'explosion de la bulle Internet. L'innovation était problématisée par l'équipe autour de plusieurs questions liées entre elles. Les rapports hiérarchiques et les types de contrat pouvant

être passés avec ces entreprises, l'indépendance dans la définition des approches de la valeur financière et de la manière d'en « créer », tout comme la projection de l'équipe dans le futur étaient liées aux parcours passés des membres de Hedge Consulting et à leurs rapports (2).

Une analyse des pratiques d'innovation implique de clarifier comment l'imaginaire du « créateur » et de son lien avec des « institutions » se retrouve à la fois dans les pratiques quotidiennes et dans certaines analyses des sciences sociales. Plutôt que de situer dans une cause unique (l'individu, l'institution, la technique) l'apparition du « nouveau », qui établirait une régularité lui précédant, je chercherai à explorer, dans la suite de cette partie, les règles pratiques qui instituent la production de « nouveau » dans des situations données (3).

1) Hedge Consulting comme équipe d'innovation financière

Hedge Consulting était constituée par trois personnes avec des tâches très distinctes du point de vue de leur rôle dans l'activité créative. Elles comprenaient l'équipe elle-même comme une instance d'innovation financière, en décalage avec les normes professionnelles, ce qui expliquait en partie leur situation commerciale difficile.

Une équipe constituée d'individualités innovantes

Les membres de l'équipe se présentaient tous comme des personnalités en décalage avec les institutions financières, dans lesquelles ils avaient fait une partie de leur parcours. L'équipe était dirigée par Charles, issu de l'aristocratie de province et entré dans la finance dans les années 80. Tout en affichant un caractère affable, il vouvoyait les autres membres de l'équipe et gardait un silence distant sur sa vie personnelle, sans poser de questions sur celle des autres. Je n'ai pas pu faire d'entretien avec lui et je n'ai pu reconstruire son parcours que par les bribes qu'il laissait apercevoir, au détour de conversations où il se positionnait en décalage par rapport à une profession à laquelle il avait appartenu. Au début des années 90, alors qu'il était directeur de l'Allocation d'une grande banque d'affaires, il quitta la finance. Il m'expliqua en passant qu'il avait pris cette décision le jour où on lui avait *« fait comprendre »* qu'il ne pourrait pas continuer à faire carrière dans son entreprise s'il ne devenait pas franc-maçon. Après cet épisode visiblement douloureux, il a travaillé avec Pierre-François à Hedge Consulting, comme consultant pour une entreprise de l'industrie lourde, La Chimique, sans lien avec la finance.

A la fin des années 90, il a repris contact avec ses anciennes connaissances dans la gestion de fonds pour tiers et dans les assurances. A son ancien poste, il avait développé des

techniques innovantes dans l'investissement en obligations, notamment en utilisant des produits dérivés et en cherchant à faire des arbitrages entre différents produits financiers. Il disait avoir formé de nombreuses personnes qui occupaient désormais des postes à responsabilité, ce qui lui permit de s'informer sur les produits proposés par leurs institutions. Il m'expliqua qu'il n'avait jamais été intéressé par la gestion « classique », trop ennuyeuse du point de vue *« intellectuel »* et ne permettant pas de gagner suffisamment d'argent. Il comparait ces employés à des *« fonctionnaires »* et se présentait comme quelqu'un qui voulait toujours trouver quelque chose de *« nouveau »*. La « gestion alternative » lui avait paru très liée à son approche de l'investissement dans son ancien poste à responsabilités et, sans la connaître, il commença à s'informer sur les différentes techniques existantes. C'est ainsi qu'en 2001 il signa un contrat comme consultant avec la Compagnie Universelle, pour mettre en place, dans un département spécialisé, une équipe de gérants en *hedge funds*. Je l'ai rencontré en 2003, alors que ce contrat avait touché à sa fin et qu'il cherchait de nouveaux clients.

Pierre-François avait investi pendant longtemps dans la finance à titre personnel, depuis la fin des années 80. Dix ans plus jeune que Charles, il s'était initié, encore étudiant dans une école de commerce, pendant la crise de 87, en investissant massivement dans des positions *short* sur le marché des actions. La chute des prix lui profita. Il m'expliqua que par la suite, il se crut infaillible pendant un certain temps, jusqu'à-ce qu'il essuie de grosses pertes. Contrairement aux autres membres de l'équipe, il n'avait jamais été employé dans l'industrie financière. Investisseur actif à titre personnel, il fustigeait volontiers ce qu'il percevait comme la *« frilosité »* et la *« rigidité »* des procédures de la gestion « classique » institutionnelle. Il travaillait à Hedge Consulting avec Charles depuis le début des années 90 et avait participé activement à l'analyse des stratégies de *hedge funds* qui pouvaient être développées à la Compagnie Universelle. Pendant mes observations, au grand regret de Charles et de Julie, il participait de moins en moins aux activités de « gestion alternative » de l'équipe, se concentrant dans le travail de consultant pour La Chimique. Alors qu'il devait clarifier tous les aspects juridiques de la « gestion alternative », une partie de ce travail me fut allouée peu après mon arrivée dans l'équipe.

Julie rejoignit l'équipe à temps complet peu après mon arrivée. Gérante d'un *hedge fund* à la Compagnie Universelle, elle était une cliente d'Hervé, vendeur senior de Brokers Inc., qui m'avait mis en contact avec elle à la fin de mon stage à New York. Lorsque je pris contact avec elle, dans un café à La Défense, elle était accompagnée de Charles et m'expliqua que je pourrais l'observer travailler à la Compagnie Universelle, mais qu'elle travaillait en

parallèle à Hedge Consulting, équipe dans laquelle je devrais pouvoir trouver une place. Contrairement aux autres membres de l'équipe, elle établit un rapport plus proche avec moi et trouva que l'expérience des entretiens lui permettait de réfléchir à sa stratégie personnelle. Elle avait fait des études d'ingénieur à l'Ecole Centrale Paris, où elle s'était spécialisée dans la mathématique financière, après avoir *« compris que la mécanique des fluides, c'était pas passionnant »*. Elle fit ensuite un DESS en finance à la Sorbonne et trouva un emploi à la Compagnie Universelle, dans la section de « contrôle des risques » du département d'investissement en actions. Parallèlement, elle suivit les cours de la SFAF[574], dont le *« niveau en maths était nul »* mais qui lui permit, me dit-elle, de *« connaître tous les modèles existants »*.

Dans la section de contrôle des risques, Julie avait appliqué son savoir statistique et sa connaissance des modèles d'évaluation des actions pour développer et appliquer des systèmes de *« suivi des positions des gérants »*. Dans cette activité, les actions cotées étaient comprises comme des variables statistiques à partir de l'évolution de leurs prix. Les variations de long terme des prix devaient permettre de prévoir leur évolution future et ainsi établir un horizon de « risque », défini notamment en termes de volatilité et de performance. Le contrôle au jour le jour des positions permettait aussi de déclencher des alertes en cas d'anomalies qui seraient dues à un comportement non conforme des gérants ou à une erreur de leur part, comme un pari trop fort sur une seule action ou une baisse trop forte qui demanderait un retrait immédiat de l'investissement, par exemple. Julie appliquait ainsi l'outil statistique acquis dans son parcours d'étudiante afin de confirmer que les gérants appliquaient toutes les règles institutionnelles établies dans leurs *process*. A partir de cette connaissance des modèles et ce rapport statistique aux prix passés des actions, elle développa, avec Charles, un *process* de *hedge fund* différent de l'approche « classique » qu'elle contrôlait. Il fut intégré par le département nouvellement ouvert et Julie avait 30 millions d'euros sous gestion au moment de notre premier contact.

Les trois membres de l'équipe Hedge Consulting se présentaient comme ayant un parcours qui les dégageait de la gestion classique de fonds investis en actions, basée sur le *buy and hold* et la diversification au sein d'un indice. Leurs parcours et leurs expertises différentes étaient distribués dans des rôles différents, dont les rapports définissaient l'équipe elle-même comme innovante.

[574] Société Française d'Analystes Financiers, cf. supra, Partie I, ch. B, 1).

Une équipe orientée vers l'innovation

L'équipe était censée permettre aux différentes expertises de produire de nouveaux produits. Pendant mes observations, Julie passait de longs moments à tester des modèles d'évaluation et d'investissement sur les séries statistiques des prix des actions cotées dans les marchés des Etats-Unis, d'Europe et du Japon. Elle discutait de l'opportunité de certaines idées d'investissement Charles, dont elle respectait beaucoup le point de vue, du fait qu'il avait *« trente ans sur les marchés »* et donc une *« grande expérience »* et *« intuition »*. Pierre-François et moi étions des supports pour les deux autres. Mon rôle était d'établir une *« vision générale du marché »* et de comprendre, à travers des entretiens avec des professionnels, *« pourquoi ils bloquent sur la gestion alternative »*, selon les mots de Charles. Cette compréhension devait permettre à l'équipe de mieux formuler son offre. Charles m'expliquait qu'une fois qu'il aurait compris l'argumentaire qui permettrait de vendre des *hedge funds* à des investisseurs institutionnels comme il l'avait fait auprès de la Compagnie Universelle, il organiserait une conférence avec une centaine de professionnels, de nombreux intervenants spécialisés et publierait un livre d'introduction. Ceci devrait permettre à Hedge Consulting de se positionner comme un acteur incontournable dans le conseil sur la « gestion alternative ».

Une des projets les plus consistants de l'équipe était de travailler comme gérants de fonds en vendant le *process* du *hedge fund* Alpha à une institution ou « fonds de fonds ». Ce *process* établissait une approche dite *«* long/short *»* des actions cotées au Japon, en Europe et aux Etats-Unis. Comme je l'ai brièvement expliqué plus haut, la vente *short* consiste à emprunter des actions à un taux très faible, les vendre et, lorsque leur prix a baissé, les racheter pour les rendre. La différence entre la vente initiale et le rachat constitue un profit, quand elle dépasse le taux du prêt. L'approche *long/short* consiste à coupler des *« positions* long *»*, c'est-à-dire le fait de détenir des actions comme dans la gestion classique, et des *« positions* short *»*. Le choix des titres dans chaque cas vise à produire des revenus dans les cas où les prix de toutes les actions montent ou baissent ensemble. Si tous les prix montent, les positions *short* sont choisies pour monter moins que les positions *long*. Si tous les prix baissent, les positions *long* sont choisies pour baisser moins que les positions *short*. Ceci peut être fait par secteurs d'activité ou, selon un exemple récurrent, *« par paires »*. L'investissement peut ainsi établir la *« paire »* d'une position *long* en actions de Renault et une position *short* en Peugeot, considérant que Renault baisse moins et monte plus que Peugeot. On dit alors que l'investissement est *« couvert »* à partir de l'anglais *« hedged »* (en français, on utilise souvent le néologisme *« hedgé »*). La réflexion sur ce type d'approche était centrale pour les membres de Hedge Consulting.

Charles me proposa de l'enregistrer en développant son point de vue commercial, car il se disait incapable de le rédiger lui-même. Dans ce court enregistrement de trente minutes, il positionnait l'équipe comme une instance d'innovation dans l'approche de la valeur qui, du fait de sa nouveauté, avait du mal à trouver sa place dans le paysage institutionnel. Il considérait qu'il fallait *« expliquer »* aux investisseurs institutionnels *« d'où viennent les hedge funds »* en décrivant la naissance de la stratégie d'investissement *long/short*, développée *« pour la première fois »*, selon de nombreuses sources, par un gérant de fonds *« australien »* dans les années quarante[575] et que Hedge Consulting, comme d'autres, reprenait à son compte : *« les* hedge funds*, la notion de* hedge fund *est née, donc comme on l'avait vu, avec notre recherche sur le net, elle est née avec un australien qui a eu l'idée de tourner le problème, de tourner le problème, de… comment dirais-je, pas de la volatilité, mais le problème de l'évolution des marchés, qui sont soumis à des facteurs non-maîtrisables, alors, que ce soit des facteurs macroéconomiques ou des facteurs microéconomiques, en adaptant la gestion technique sur la* relative value*, c'est-à-dire : « à chaque fois que j'achète des* stocks*, en face je vends des* stocks*, et donc je ne suis plus soumis aux aléas du marché ». Donc ça c'est fondamental, et ça c'est le démarrage du mot* hedge […] *tant que j'ai pas compris pourquoi ça s'est fait, je vais penser que c'est une bande de voyous qui se sont mis dans les Iles Caïman pour s'en mettre plein les poches sur le dos des pauvres épargnants. Tant qu'on en reste là, c'est foutu, on ne peut pas parler. Donc la première chose c'est expliquer historiquement ce qui s'est passé. Et cette volonté, qui était pas une volonté de gestion d'actifs, mais qui était une initiative créatrice magistrale, de dire : « ce que je sais en gestion, je vais l'appliquer en me déconnectant des marchés », c'est génial ! Mais comme tout ce qui est génial, ça ne pouvait pas s'appliquer. La même chose, Steve Jobs, pour Apple, lorsqu'il a voulu créer son premier PC, c'était génial, mais comme tout ce qui était génial, ça ne pouvait pas s'appliquer dans l'industrie : il a commencé dans sa cave »*.

Dans de nos discussions sur les stratégies à développer, Charles racontait volontiers des anecdotes sur les gérants de fonds classiques de la fin des années 80 et du début des années 90. Il insistait sur le fait qu'ils avaient une attitude de *« fonctionnaires »*, qui n'avaient pas d'esprit d'initiative, et se contentaient d'appliquer des règles de gestion qui leur étaient imposées. Il expliquait que ceci était encore le cas en 2003, et que la « gestion alternative »

[575] Cette figure récurrente dans toutes les coversations avec des professionnelles est souvent désignée par sa nationalité. Elle est reprise dans des ouvrages destinés à de potentiels investisseurs, comme par exemple Bengel, E., 2001 *La gestion alternative. Objectif : Performance absolue*, Editions de Verneuil, Paris, p. 30, et Jaeger, R. A., 2003, *All About Hedge Funds. The Easy Way to Get Started*, McGraw-Hill, New York, p. 27, mais aussi dans le manuel de gestion de portefeuille cité plus haut, cf. Jacquillat, B., Solnik, B., 2002, *Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques*, *op. cit.*, p. 355.

remettait en cause cette vision de l'investissement, notamment du fait qu'elle se dégageait d'une vision indicielle des marchés financiers. Ceci impliquait une autre approche de la valeur qui faisait d'autant plus *« peur »* qu'elle avait de meilleures performances que la gestion « classique ». Cette compréhension de la place des *hedge funds* était mobilisée en partie pour rendre compte de la position difficile de Hedge Consulting à l'époque de mes observations.

Une position commerciale difficile

Peu après mon premier contact avec Julie, elle cessa d'être gérante de fonds pour la Compagnie Universelle. Son départ fut l'aboutissement, selon ses commentaires, d'un conflit de longue date avec le directeur du département des *hedge funds*. Les fonds gérés par Julie provenaient de son employeur, selon une stratégie visant à tester le produit avant de le lancer. La Compagnie Universelle refusait de commercialiser le fonds et interdisait à la gérante de contacter des clients à l'extérieur. En entretien, alors qu'elle travaillait encore à la Compagnie Universelle, Julie m'expliquait la tension avec son directeur autour de ce sujet dans des termes qui la situaient comme une figure innovatrice et dangereuse pour l'organisation dans laquelle elle était intégrée.

« Moi : tu as un rapport direct avec tes clients ?

Julie : Normalement je devrais en avoir un. Il se trouve que là où je suis j'en ai pas. J'en ai eu pendant six mois, avant que le fonds soit lancé, quand j'ai fait ma validation commerciale, je suis allée voir tout le monde. Après, on m'a dit : « il faut arrêter », parce que c'était pas dans la stratégie du département, on m'a coupé l'accès à la commercialisation […] *je pense que c'est une erreur d'avoir une structure de cette sorte pour des produits qui sont des niches. Quand tu vas sur le marché des* hedge funds*, c'est de petites sociétés, en général, avec un type qui fait ça depuis vingt ans et qui connaît par cœur ce qu'il fait, qui est spécialisé sur un truc et qui vient avec des commerciaux pour le vendre.* […] *La décision qui a été prise c'est d'avoir, au sein d'une grande banque, un département « alternatif » avec des* hedge funds*, qui sont vendus par une équipe de commerciaux qui sont censés connaître tous les fonds : c'est impossible ! c'est pas comme la gestion traditionnelle où un fonds, une SICAV, c'est toujours la même chose* […]

Moi : et qui s'est opposé à ce que tu fasses la partie commerciale ?

Julie : c'est mon directeur… en fait ça le gênait parce qu'au début j'avais de meilleures performances que lui, et c'est le cas encore aujourd'hui, donc c'est un peu gênant ! Après, ça devient plus émotionnel que décisionnel […] *Ils arrivent pas à le vendre, c'est un peu, ça tourne en rond quoi. Il faut un jour justifier que ça fait X années qu'il n'y a*

pas de clients externes, c'est injustifiable ! […] *la politique l'emporte sur la technique* […] *comme dans toute société française, le travail de quelqu'un qui veut réussir c'est 80% politique et 20% technique !* […] *ça veut dire que, tu vois, les gens préfèrent essayer d'aller récupérer de l'argent, d'aller faire du* personal relations *pour avoir plus de responsabilités… en général si les équipes se montent, c'est juste pour avoir une équipe, pour être de moins en moins susceptibles d'être déplacé. C'est-à-dire que plus t'as une équipe qui est grosse, plus tu prends de l'importance.* […] *C'est ce qu'il* [le directeur] *a fait, il a trente cinq personnes, et il justifie son importance. Et il s'en fiche ce qu'il y a à l'intérieur, à la rigueur* […] *Je pense pas qu'il s'intéresse aux performances. Il pense à court terme, il pense pas à long terme.* […] *Personne travaille en équipe, c'est un peu du flan quoi ! Il n'y a pas vraiment d'échange parce qu'ils n'ont rien à s'échanger* […] *souvent parce qu'il sont pas bien encadrés* […] *ou bien ils ont pas travaillé, bêtement, donc ils ont rien à échanger !*

Moi : c'est-à-dire ?

Julie : ah ! il y en a qui rentrent dans la salle, tu vois qu'ils font rien, tu le sens ! des gens qui papotent, qui jouent à l'ordinateur… […] *il y a un sur-effectif hein !* […] *ils ont surdimensionné l'équipe* […] *ils ont pas été embauchés pour travailler, ils ont été embauchés pour justifier un statut de direction d'un département, c'est une technique classique : tu montes une équipe, tu prends des gens, quelle que soit leur compétence technique, tu prends des gens dociles, et comme ça tu montes en importance ».*

Le *hedge fund* de Julie était donc « dangereux » pour son directeur, du fait qu'en étant en accord avec la légitimité du gérant selon la logique de la « création de valeur », elle mettait en évidence le fait que son supérieur était décalage par rapport à ce but. Au début de mon stage, Julie travaillait le matin à la Compagnie Universelle, à La Défense, et l'après-midi dans les bureaux de La Chimique, près de Rungis, dans une zone industrielle reculée difficilement accessible avec les transports publics. Charles allait chercher Julie au centre de Paris et sa Peugeot 607, avec un téléphone intégré et des hauts parleurs, fonctionnait souvent comme un bureau mobile. Je les accompagnais dans les déplacements et nous discutions souvent des nouvelles informations glanées sur les *hedge funds*, de clients potentiels à voir et des évènements survenus à la Compagnie Universelle. Julie racontait qu'elle s'y faisait harceler physiquement, des personnes fouillaient ostensiblement ses affaires et le directeur lui parlait de manière méprisante. Elle menaça celui-ci par téléphone de porter plainte et elle eut une réunion avec deux employés du service juridique de l'entreprise, qui lui expliquèrent que la conversation avait été enregistrée et qu'on y entendait des menaces personnelles, ce qui constituait une raison de licenciement pour faute grave. Sans préavis, on lui informa que ses

fonds sous gestion lui étaient retirés. Son « fonds » existait toujours, mais vide. Elle fut ensuite licenciée et porta plainte devant les prud'hommes.

En reprenant la métaphore de Charles sur les concepteurs d'Apple, qui n'avait rien d'innocent, les bureaux de La Chimique et la voiture de Charles devinrent ainsi la « cave » de Hedge Consulting, à partir de laquelle ils cherchaient à développer des produits et à les commercialiser de manière indépendante. L'équipe n'avait aucun chiffre d'affaires dans la finance et vivait des revenus de son travail de conseil auprès de La Chimique. Le *process* du *hedge fund* géré par Julie et l'expérience de conseil de Charles à la Compagnie Universelle étaient censés leur donner une légitimité en termes d'*« expertise »*. Charles, en soutenant Julie, avait coupé ses rapports commerciaux avec la Compagnie Universelle. Sa stratégie commerciale consistait notamment à mobiliser ses autres connaissances, essentiellement des responsables des investissements d'entreprises d'assurance de taille moyenne, qui parfois ne l'avaient pas vu dans le milieu professionnel depuis plusieurs années.

Les membres de Hedge Consulting se présentaient comme des personnalités créatives, défendant une approche de la valeur différente des fonds classiques et permettant une meilleure « création de valeur ». Ceci leur valait, selon eux, un rejet institutionnel qui faisait à la fois la fragilité de leur situation commerciale à l'époque de mes observations et le potentiel de leur croissance, une fois qu'ils auraient réussi à trouver des débouchés. Ce positionnement communiquait fortement avec certains éléments des imaginaires du gérant de fonds et de la « gestion alternative » dans ce que les acteurs percevaient comme leur contexte institutionnel. C'est au sein de celui-ci que la logique de l'innovation financière devenait possible comme telle.

2) L'institutionnalisation de la « gestion alternative »

L'imaginaire que mobilise Julie pour s'opposer à sa direction à la Compagnie Universelle est basé, comme je le montrerai plus bas, sur des expériences de *hedge funds* développés notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Dans ces juridictions, les *hedge funds* se sont constitués comme petites entreprises indépendantes, avec une clientèle souvent composée de familles riches et de fondations n'étant pas contraintes de suivre les règles d'investissement très institutionnalisées des fonds de pension ou des fonds mutuels. Dans ces cas, le gérant du fonds investit souvent son propre argent avec celui de ses clients et perçoit des commissions beaucoup plus élevées que les gérants des grandes institutions, ce qui est

censé être justifié par des performances supérieures. Une forme de paiement typique des gérants, dite *« 2/20 »* est ainsi constituée d'une commission annuelle fixée à 2% des fonds sous gestion à laquelle s'ajoute 20% des performances du fonds, à partir d'un certain seuil minimum de revenus pour les clients[576]. Les *hedge funds* s'inscrivent ainsi dans l'imaginaire de légitimation de l'investisseur libre qui crée de la valeur. En même temps, depuis les années 90 aux Etats-Unis et au Royaume Uni, et depuis le début des années 2000 en France, les *hedge funds*, devenus progressivement la « gestion alternative » (*« alternative investment management »*) ont commencé à compter parmi leurs clients des fonds de pension ou mutuels, voire à être développés au sein des grandes entreprises financières comme un produit supplémentaire, un processus que j'ai brièvement décrit à Acme et qui avait marqué les débuts professionnels de Julie.

Ce développement, en cours à l'époque de mes observations, se faisait dans une certaine tension entre différents imaginaires, que Julie évoque dans l'entretien cité plus haut, concernant la distribution des commissions, les rapports hiérarchiques et les approches de la valeur financière. Dans les grandes institutions, les gérants de *hedge funds* peuvent être considérés comme des employés parmi d'autres. Leurs revenus sont souvent calculés d'une manière hybride entre ce qu'ils sont censés être dans les structures indépendantes et ceux des autres gérants, le *« 2/20 »* devenant souvent un *« 1/10 »* ou un salaire fixe et un bonus proche de celui des *traders*, calculé uniquement à partir des profits engendrés pour l'employeur et décidé de manière discrétionnaire par le supérieur hiérarchique du gérant. Ils n'investissent en aucun cas leur propre argent dans le fonds qu'ils gèrent. Par ailleurs, ils ont des supérieurs hiérarchiques qui peuvent s'occuper, comme dans le cas de Julie, de la commercialisation et du montant de fonds alloué à chaque gérant. Comme pour les gérants de l'équipe d'Yves à Acme, ils n'ont aucune possibilité de développer une clientèle propre ni d'augmenter personnellement leurs fonds sous gestion. Finalement, comme on le verra pour le cas de Hedge Consulting, les gérants de *hedge funds* doivent justifier auprès de leur hiérarchie leurs approches de la valeur et leurs techniques d'investissement. Ceci implique de les rendre compatibles avec les normes professionnelles de la gestion, ce qui suppose des « limites » à la « liberté » du gérant indépendant.

[576] Ainsi, pour un fonds avec 700 millions d'euros sous gestion, la commission fixe est 14 millions par an. Si la commission variable est de 20% des revenus dépassant 10%, par exemple lorsque le fonds a une performance de 20%, il perçoit 20% de la moitié de 140 millions, c'est-à-dire 14 millions. La commission totale de gestion est alors de 28 millions d'euros, à laquelle il faut retrancher des coûts de fonctionnement pour retrouver le revenu du gérant. Ceci peut être comparé, comme l'auraient fait de nombreux professionnels en entretien, aux revenus annuels de près de 100 000 euros de Paul, gérant 700 millions d'euros à Acme dans la gestion « classique » dont j'ai parlé dans la première partie de texte.

A l'époque de mes observations à Hedge Consulting, pendant l'été 2003, ces tensions étaient en partie organisées par un questionnement sur les causes et les conséquences de la bulle Internet et de son explosion. Ces problématiques touchaient directement les professionnels liés à l'investissement en actions, ce qui était le cas des membres de Hedge Consulting. Le mouvement de masse qui semblait s'être emparé de la profession pendant la bulle, menant à des investissement qui, selon des appréciations souvent *a posteriori*, correspondaient difficilement aux définitions légitimes de la valeur, était considéré par de nombreux acteurs comme le produit de la gestion indicielle et du manque de liberté des gérants et des analystes, obligés de se suivre les uns les autres sans avoir le droit, en tant qu'employés, de se démarquer. Les *hedge funds* institutionnalisés pouvaient alors apparaître comme une des « solutions » aux « dérives » de la gestion de fonds. Des gérants beaucoup plus libres mais néanmoins contrôlés par des institutions responsables, qui permettraient d'éviter le suivisme, de générer des profits supérieurs à la moyenne, tout en évitant les dangers d'un investisseur qui suivrait son « intuition » « seul contre tous » et risquerait ainsi de grosses pertes.

Dans tous ces cas, l'institutionnalisation des *hedge funds* en « gestion alternative », comme problématique explicite des acteurs, s'organisait dans une tension qui se rapproche de celle que j'ai analysée à Brokers Inc. Les normes organisationnelles de la gestion étaient des freins à des définitions de la valeur qui permettraient une création de valeur supérieure. La standardisation qui annulerait l'apport de la personne serait en contradiction avec l'imaginaire qui organise et légitime la gestion de fonds pour tiers. Ces problématiques constituaient l'espace des possibles d'une « innovation financière » comme celle que tentaient les membres de Hedge Consulting. Certaines approches de l'innovation reprennent quelques-unes de ces logiques comme outils analytiques. Dans ce texte, je cherche par contre à analyser l'innovation comme un des éléments constitutifs de la distribution de ressources par la finance contemporaine. Il est donc nécessaire de clarifier cette approche.

3) L'innovation financière comme objet de description

Les pratiques analysées dans ce qui suit s'organisent de manière explicite selon des logiques d'« innovation » financière. Le but n'est pas ici de considérer l'innovation elle-même comme un objet de recherche, mais de voir comment ces logiques font partie de l'organisation de la distribution de ressources par la finance contemporaine aujourd'hui.

L'innovation financière comme objet

Pour les membres de Hedge Consulting et les professionnels avec qui je les ai vu interagir, ainsi que pour les personnes que j'ai pu interviewer à Acme ou ailleurs, les *hedge funds* étaient en partie définis par leur *« originalité »*. Celle-ci concernait essentiellement deux aspects que j'ai analysés ici comme organisant et légitimant les pratiques professionnelles dans la finance contemporaine : l'évaluation et l'investissement considéré comme « création de valeur ». L'activité des *hedge funds* s'intégrait ainsi comme une recherche organisée pour définir la valeur de manière différente à certains critères classiques, afin de produire des revenus financiers considérés comme plus performants. Les logiques de cette pratique, les imaginaires et les interactions par lesquelles du « nouveau » est produit, sont ici analysés dans des situations particulières. Il s'agit de pratiques explicites et fortement réglées de l'« innovation ». Celle-ci n'est donc pas considérée ici comme un objet justifié en dehors de ces logiques, analysé en dépit des règles pratiquées par les acteurs ou *a posteriori*, en prenant en compte une variation historique dans laquelle quelque chose de nouveau serait apparue.

L'innovation, comme les autres pratiques, est donc approchée à partir de ses possibles et impossibles, pour des acteurs, dans des situations données. Elle a lieu à travers des règles qui, comme pour toute autre pratique, sont plus ou moins stables et peuvent changer selon les cas. Ces règles de la production de quelque chose de « nouveau » sont les régularités mouvantes des pratiques professionnelles des personnes observées, qui les mettent en œuvre différemment selon leurs parcours et selon les organisations dans lesquelles elles se situent en 2003, moment où la chute des prix dans les marchés des actions constitue un horizon commun pour la définition des stratégies d'investissement. Du point de vue de l'approche suivie dans cette recherche, l'« innovation » est une pratique comme une autre. Elle ne se confond pas avec ce que j'ai défini, en introduction, comme l'aspect créatif de toute pratique, tel qu'il est abordé par Michel de Certeau. Pour ce dernier, cet aspect fait que les possibles demeurent toujours ouverts et en partie inconnus tant qu'ils ne sont pas réalisés. Cette ouverture n'est pas *a priori* plus ou moins grande du fait que les règles de la pratique s'organisent en termes d'innovation. Dans ce qui suit, les logiques de l'innovation, comme celles de l'évaluation ou de l'investissement, sont, d'un point de vue méthodologique, sur le même plan de la pratique quotidienne.

Les règles de l'innovation

De nombreux auteurs ont pris l'innovation comme objet, dans des cas particuliers ou en général, et ont mis en relief de nombreuses logiques qui se retrouvent plus ou moins

clairement dans les pratiques des membres de Hedge Consulting et dans les règles que j'ai pu observer auprès d'autres professionnels concernés par les *hedge funds*. Plutôt que de les analyser comme des règles de l'innovation en général, j'analyserai comment elles sont mobilisées, dans différentes situations, par les acteurs eux-mêmes. Elles concernent la définition du « classique », du « nouveau » et de l'instance responsable de l'« innovation ».

Certains auteurs ont analysé en particulier le fait que la définition du « nouveau » est un rapport social dans lequel est aussi défini ce qui est « établi ». L'innovation reprend en partie ce qui existe déjà comme norme et le transforme, parfois dans une logique de « purification » qui peut être conservatrice[577]. Par ailleurs, ceci peut se faire selon des logiques dans lesquelles la production de nouveau elle-même est légitime. La production de « nouveau » fait ainsi partie de la norme[578]. Dans le cas analysé ici, la « gestion alternative » est définie dans son rapport à la « gestion classique » ou « traditionnelle », qu'elle est censée dépasser dans sa logique de légitimité propre, la « création de valeur ». Les techniques d'investissement de Hedge Consulting n'étaient innovantes que dans la mesure où elles pouvaient être comparées à quelque chose qui pouvait être défini comme « établi ». C'est ainsi qu'elles devenaient en partie une activité stabilisée au sein des grandes institutions financières.

A l'intérieur de ce rapport entre le « nouveau » et le « classique » ou « traditionnel », différents chercheurs ont mis en relief des instances de transformation très diverses. Dans le cas de Hedge Consulting, l'innovation avait lieu comme une exploration par le biais des interactions avec des professionnels et d'une littérature spécialisée, à partir d'une première expérience commerciale qu'il s'agissait d'étendre. La distribution des rôles au sein de l'équipe était censée permettre d'assembler différentes expertises techniques et de marketing[579]. Le travail d'innovation comprenait, selon les membres de l'équipe, une partie technique de définition des stratégies d'investissement et une partie de commercialisation, consistant à créer ses propres débouchés en réussissant à définir les nouveaux produits[580] à partir d'un imaginaire commun.

---

[577] Cf. Bourdieu, P., 1984, *Questions de Sociologie*, Les Editions de Minuit, Paris, pp. 199-200.
[578] Cf. Becker, H., 1974, « Art as Collective Action », *American Sociological Review*, Vol. 39, N°6, Dec., pp. 767-776 et Becker, H., 1978, « Arts and Crafts », *American Journal of Sociology*, Vol. 83, N° 4, Jan., pp. 862-889. Pour Becker comme pour Bourdieu, cette norme partagée s'organise autour de rapports de force qui peuvent être très forts (contrairement à ce qui est affirmé dans Griffin, B. S., Griffin, C. T., 1974, « *Art Worlds* revisited », *American Sociological Review*, Vol. 39, N°6, Dec., pp. 174-176).
[579] Cf. Akrich, M., Callon, M., Latour, B., 1988, « A quoi tient le succès des innovations? Deuxième épisode: L'art de choisir les bons porte-parole », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, décembre, pp. 14-29.
[580] Cf. Akrich, M., Callon, M., Latour, B., 1988, « A quoi tient le succès des innovations? Premier épisode: L'art de l'intéressement », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, novembre, pp. 4-17.

Cet imaginaire, qui définissait en partie le « vieux » et le « nouveau », mais aussi leur indépassable légitimité commune, était constitué par les éléments de l'évaluation et de l'investissement que j'ai définis dans les deux premières parties de ce texte. Dans ce cadre, la figure du créateur indépendant avait une place particulièrement importante. Dans sa réflexion sur le rapport entre le changement et l'organisation bureaucratique, Weber considère que les transformations peuvent s'imposer aux acteurs par les chaînes causales du monde phénoménal, ou au contraire être l'effet d'une transformation intérieure qui, comme l'illumination du chef charismatique, provoque une rupture dans les valeurs défendues par l'individu jusqu'à un certain moment[581]. La tension wébérienne entre les valeurs et le monde phénoménal se retrouve dans les rapports conflictuels entre l'autorité charismatique et la bureaucratie. Le charisme ne peut que se perdre dans la gestion quotidienne bureaucratique ou au contraire mettre celle-ci radicalement en question. Dans le changement de valeurs, la *« metanoia »*[582], qui a lieu dans l'expérience charismatique, se joue la liberté irréductible du sujet par rapport aux normes sociales. Celle-ci fonde, chez Kant, la possibilité même du projet politique libéral, qui repose sur la capacité du sujet à changer de principes d'action de manière souveraine[583].

Cette problématisation est reprise par Schumpeter pour analyser l'innovation dans les rapports commerciaux. La figure de l'entrepreneur apparaît comme une « fonction », un rôle joué de manière momentanée par certaines personnes[584], qui cherchent à convaincre leur entourage commercial, professionnel ainsi que leurs sources de financement de la nécessité de mener à bien un nouveau projet[585]. Reprenant la notion wébérienne de rationalisation[586], Schumpeter remarque que la bureaucratie met à mal cette figure et est mise en cause par elle[587]. L'innovation économique, dans cette version charismatique, ébranle un ordre et prélude des révolutions politiques et sociales[588]. Schumpeter remarque que cet élément de *« liberté »* dans l'innovation fait partie des *« motifs »*, du *« sens »* qu'elle a pour les personnes

[581] Cette expérience est la même pour le mathématicien ou l'artiste, cf. Weber, M., 1990 (1922), *Wirtschaft und Gesellschaft*, *op. cit.*, p. 657.
[582] *Ibid.* Avec un vocabulaire niezschéen, Weber décrit la *« domination charismatique »* comme *« révolutionnaire, réévaluant tout »* (*« revolutionär alles umwertend »*) de manière *« souveraine »*, et notamment les *« normes traditionnelles et rationnelles »*.
[583] Cf. supra, Introduction, et Yovel, Y., 1998, « Kant's Practical Reason as Will: Interest, Recognition, Judgment and Choice », *The Review of Metaphysics* 52 (December).
[584] Cf. Schumpeter, J., 1999 (1926), *Théorie de l'évolution économique. Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, tr. Anstett, J.-J. (1935), Dalloz, Paris, pp. 110, 112.
[585] *Ibid.*, pp. 124-125.
[586] *Ibid.*, p. 81.
[587] Schumpeter, J., 1962 (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper Torchbooks, New York, pp. 131-134.
[588] Cf. Schumpeter, J., *Théorie de l'évolution économique*, *op. cit.*, p. 129.

qui la mettent en œuvre[589]. Sans considérer qu'il faudrait détecter de « vrais entrepreneurs schumpétériens »[590], ces réflexions sont importantes ici car elles clarifient la place de l'innovation, conçue comme le fait de l'investisseur libre, dans l'imaginaire financier que j'ai décrit dans les pages précédentes. De même qu'Howard Becker ou Pierre Bourdieu ont analysé l'importance de la figure de l'artiste créateur dans les mondes de l'art[591], la figure d'un sujet évaluateur et investisseur libre, capable de créer à partir de « rien » un rapport nouveau avec les objets d'investissement, organise de manière problématique les règles de l'innovation financière.

L'imaginaire de l'innovation financière par les *hedge funds* était en constitution de manière fragmentaire à l'époque de mes observations, dans une relation tendue et parfois contradictoire entre la figure d'un sujet créateur souverain et son intégration dans les logiques institutionnelles d'allocation d'actifs selon l'hypothèse de l'« efficience des marchés ». J'analyserai d'abord ces cadres pour comprendre comment les membres de Hedge Consulting essayaient d'y agir, voire de les transformer.

L'innovation financière et la distribution de ressources par la finance contemporaine

A l'époque de mes observations, l'innovation financière de la part des *hedge funds* était justifiée, notamment par les personnes travaillant dans ces fonds, comme un moyen de résoudre des problèmes mis en avant par l'explosion de la bulle Internet. Comprises comme une manière d'inventer des moyens de « créer de la valeur » plus performants, les pratiques des *hedge funds* s'intégraient dans l'imaginaire qui légitimait la gestion de fonds pour tiers. En même temps, la possibilité même que l'innovation ait lieu pouvait être mobilisée par les institutions financières pour légitimer la gestion de fonds pour tiers, en la détachant des rôles négatifs qui lui avaient été adjugés après la bulle. L'innovation financière fait ainsi partie de l'imaginaire qui légitime et organise en partie la distribution de ressources par la finance contemporaine.

Analyser les pratiques de Hedge Consulting et des *hedge funds* à Acme et ailleurs permet donc de mettre en relief certains possibles et impossibles de l'évaluation et de

[589] *Ibid.*, pp. 135-136. Les guillements de « liberté » sont de Schumpeter.
[590] Cf. Mustar, P., 1994, « L'entrepreneur schumpeterien a-t-il jamais existé? », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, mars, pp. 30-37. L'auteur montre, à partir d'une recherche empirique, l'importance de l'Etat et des réseaux sociaux dans l'innovation technologique.
[591] Cf. Becker, H., « Arts and Crafts », *art. cit.*, et Bourdieu, P., 1992, *Les règles de l'art. Genèse et structure du champ littéraire*, Editions du Seuil, Paris, pp. 215-220. Michel Callon reprend cette idée, en remarquant que l'instance d'adjudication de l'innovation, l'auteur, doit être comprise comme faisant partie des règles du dispositif d'innovation lui-même, cf. Callon, M., 1994, « L'innovation technologique et ses mythes », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, mars, pp. 5-17.

l'investissement dans des situations données. Cela permet aussi d'explorer des imaginaires qui concernent la gestion de fonds pour tiers en général et ne sont mobilisés en termes d'innovation qu'à l'occasion de leur problématisation dans des situations concrètes. La description montre alors comment la distribution de ressources par la finance contemporaine dessine un espace légitime de changement possible à l'intérieur de certaines limites. Elle permet alors, ce que j'essaierai de faire en conclusion de ce texte, de mener l'imagination au-delà de ces impossibles.

Les membres de Hedge Consulting se positionnaient comme des personnalités créatives, capables de développer des approches innovantes de la valeur financière afin de mieux « créer de la valeur ». Leur espace des possibles était organisé par les pratiques des *hedge funds* situées entre des entreprises indépendantes et des structures développées au sein de grandes institutions financières, en tant que « gestion alternative ». C'est là que se jouait la possibilité de « produire du nouveau », selon des imaginaires de l'innovation qui organisaient le quotidien des acteurs et participaient de la légitimation de la gestion de fonds pour tiers. Dans les chapitres qui suivent, je chercherai à clarifier les règles qui définissaient ces possibles, à partir du cas particulier de Hedge Consulting et en mobilisant mes expériences de recherche à Acme et ailleurs.

B) Les *hedge funds* comme espace indépendant d'innovation financière

Lors de mes entretiens avec des professionnels à Acme et ailleurs, parfois en tant que « consultant » pendant mon stage à Hedge Consulting, ainsi que dans les présentations des sites Web de *hedge funds* et dans une littérature plus ou moins spécialisée, de nombreux points se répétaient, définissant des possibles de l'activité de ces fonds en dehors des grandes institutions financières. Ces éléments, concernant l'évaluation et l'organisation du travail, se retrouvaient dans les points de vue des gérants de ces fonds et dans ceux de leurs clients potentiels. Ils s'articulaient souvent à partir d'exemples récurrents, des personnalités comme Georg Soros ou des équipes comme celle de LTCM, par rapport auxquels la plupart des acteurs étaient capables de prendre position et le faisaient volontiers, afin se positionner par rapport à des spécificités du métier.

Les techniques d'investissement des *hedge funds* concernent une multiplicité d'actifs financiers et d'approches de la valeur. Elles n'ont donc pas d'unité propre, qui les définirait toutes. Par contre, elles ont en commun le fait de rompre avec l'hypothèse d'« efficience des marchés ». Comme on l'a vu dans la première partie de ce texte, cette « hypothèse » était la base conceptuelle de la technique d'investissement consistant à faire du *buy and hold* en diversifiant à l'intérieur d'un indice. Par rapport à cette approche, considérée comme *« classique »*, les *hedge funds* sont censés développer des techniques, *« alternatives »*, qui cherchent à *« battre le marché »*, à profiter de ses *« inefficiences »* grâce à des expertises particulières qui, elles sont très diverses. Ceci inscrit les *hedge funds* de manière ambivalente dans la logique de légitimation de la *« création de valeur »* par la finance : d'une part, ces fonds, en répondant à la logique de l'efficience des marchés, semblent ne pas la remettre en cause du point de vue conceptuel, mais en ajuster la mise en œuvre. D'autre part, le décalage par rapport à l'approche « classique » peut être considéré comme une activité spéculative destructrice, qui n'est réalisable que par un faible nombre de francs-tireurs nuisibles à la stabilité du système. Cette problématique se retrouve dans le cas particulier de l'investissement en actions, dans lequel s'inscrivait Hedge Consulting et que je traiterai un peu plus longuement (1).

L'indépendance dans l'approche de la valeur est généralement présentée comme intimement liée à une organisation du travail particulière qui la rendrait possible. De ce point de vue, les *hedge funds* sont conçus comme de petites entreprises indépendantes, dans

lesquelles le gérant investit son propre argent, au même plan que ses clients, avec qui il négocie personnellement les contrats de gestion. Cette structure semble la plus proche de la figure de l'investisseur libre que j'ai analysée dans les parties précédentes de ce texte. Elle se développe en même temps dans des espaces marginaux de la réglementation financière et s'inscrit là encore dans une ambivalence. L'indépendance organisationnelle peut à nouveau être comprise comme la condition de la réalisation du projet politique et moral libéral dans le domaine de l'investissement financier. Basés *offshore*, sans contrats standardisés, les *hedge funds* peuvent aussi apparaître comme des outils d'illégalité financière, qu'il s'agisse de gérants fraudant contre leurs clients ou dont l'activité est liée à l'évasion d'impôts ou au blanchiment d'argent (2).

Les *hedge funds* s'inscrivent ainsi dans les imaginaires de la finance analysés jusqu'ici, qui en organisent les tâches et les situent de manière ambivalente par rapport à la question de leur légitimité. Conçus comme la réalisation extrême de la figure de l'investisseur libre, ils sont souvent à la fois repoussants et attirants. L'innovation, comme espoir d'amélioration et comme danger d'instabilité, s'inscrit dans l'ambivalence de cet imaginaire financier (3).

1) Les *hedge funds* et l'innovation dans la définition de la valeur financière

Le terme « *hedge funds* » désigne des gérants investissant dans toutes les classes d'actifs financiers existantes, avec des techniques d'investissement très diverses. Cette multiplicité est néanmoins considérée comme unifiée de manière négative par rapport à la gestion « classique », en ce qu'elle remet généralement en cause le concept d'« efficience des marchés » et se situe ainsi de manière ambivalente dans la logique de légitimation que j'ai décrite dans les parties précédentes de ce texte. J'étudierai les éléments de cette problématique dans le cas des actions de manière un peu plus approfondie, ce qui me permettra de montrer, dans les chapitres suivants, comment se positionnaient les membres de Hedge Consulting dans cet espace des possibles.

Une multiplicité d'approches de la valeur

Pendant mes observations à Acme et à Hedge Consulting, j'ai rencontré de nombreux professionnels se présentant officiellement comme des gérants de *hedge fund*. Les descriptions de leurs techniques d'investissement, rarement détaillées, étaient généralement distinguées par classes d'actifs et, à l'intérieur de chaque classe, par la manière d'organiser

l'investissement[592], dans laquelle les gérants étaient souvent très spécialisés. D'une catégorie à une autre, elles n'avaient pas beaucoup en commun.

Avec l'équipe de Hedge Consulting, j'ai fait un entretien avec des gérants de HFF, investissant dans les produits dérivés de matières premières[593]. Ils avaient un bureau de quatre-vingts mètres carrés sans cloisons au deuxième étage d'un bâtiment moderne de quatre étages à Fontainebleau. Leur équipe était composée de deux gérants, patrons de l'entreprise, un assistant informatique et un *trader* qui effectuait certaines opérations et faisait de l'analyse. Sans vouloir entrer dans les détails de leur technique, ils expliquaient qu'après avoir travaillé de longues années sur ces marchés comme *traders* pour de grandes banques, ils avaient détecté des mouvements des prix qui ne dépendaient pas des matières premières. Ainsi, ils expliquaient que, le lendemain des jours où les prix des dérivés avaient monté, de nombreux investisseurs réagissaient à cette nouvelle en achetant de matière automatique, ce qui faisait monter le prix en début de matinée, même s'il pouvait rebaisser plus tard dans la journée. Une partie de leur stratégie avait été pendant un certain temps d'acheter tôt le matin ces jours-là et de vendre une ou deux heures après, avant que les prix ne risquent de baisser. Toute leur stratégie d'investissement était basée sur des approches concernant les comportements des *traders* ou des gérants investissant dans ces marchés.

Cette technique n'avait par exemple rien à voir avec celle de l'équipe de *hedge funds* dirigée par Théodore de Lancry, à Acme, investissant en « convertibles ». Ces actifs financiers sont des obligations émises par des entreprises cotées, avec une clause qui permet de les transformer en actions. Ainsi, le prix de l'obligation convertible doit prendre en compte à la fois le prix des obligations et celui des actions. Ceci donne la possibilité de faire des « arbitrages », c'est-à-dire de gagner de l'argent en profitant de la disparité de prix d'une même marchandise (ici, le convertible d'une part, les obligations et les actions de l'autre, considérés comme équivalents). Ce travail suppose de connaître les entreprises, pour « évaluer » leurs évolutions futures, ainsi que les mouvements des marchés et les méthodes d'évaluation des convertibles. Comme beaucoup de gérants de *hedge funds* investissant dans ces produits, Théodore y avait investi pendant de longues années comme *trader* pour compte propre de différentes banques françaises.

---

[592] On retrouve ces distinctions, parfois avec quelques variations, dans la littérature spécialisée. Cf. Bengel, E., *La gestion alternative*, *op. cit.*, pp. 63-82, Jaeger, R. A., *All About Hedge Funds*, *op. cit.*, pp. 207-212 et Barr, P., Barreto, S. L., Faille, C., Kudas, C., Reilly, M., 2001, « The Basics of Hedge Fund Investing », in Fox, K. M. (ed.) *The HedgeWorld Annual Compendium 2003*, ISI Publications Ltd., Hong Kong and Bermuda, pp. 2.1-2.40.

[593] Ces *hedge funds* sont généralement appelés des *« CTA »*, de l'anglais *Commodity Trading Advisor*, « conseiller de négoce en matières premières ».

D'autres *hedge funds* étaient spécialisés dans l'investissement en actions ou obligations d'entreprises en restructuration, d'entreprises des pays dits « émergents », ou de produits considérés comme « exotiques », comme on l'a vu pour les ABS. Certains gérants insistaient sur l'importance de la *« modélisation »* et du calcul à partir des données historiques des prix, alors que d'autres affirmaient se baser sur leur *« expérience »*. Cette diversité des actifs financiers et des techniques d'investissement apparaissait comme unifiée du fait du décalage qu'elle supposait par rapport à la gestion dite « classique ».

Des approches de la valeur dans un rapport ambivalent à l'« efficience des marchés »

Théodore et les gérants de HFF, comme de nombreux autres gérants de *hedge funds*, avaient été formés initialement comme *traders* pour de grandes institutions financières. Ils avaient ensuite développé leur expertise non plus avec l'argent de leur employeur, mais pour des clients selon le rapport de gestion de fonds pour tiers. Ils remarquaient cependant que leurs techniques d'investissement n'avaient pas changé depuis l'époque où ils étaient censés effectuer des tâches de spéculation et non de gestion. Comme nous l'avons vu dans la première partie de ce texte, ces deux professions peuvent apparaître comme opposées du point de vue des approches de la valeur qu'elles mobilisent. Alors que les gérants sont plutôt liés à des investissement à long terme, basés sur l'analyse fondamentale, les *traders* investissent à très court terme à partir de la valeur spéculative. Les *hedge funds* se situaient dans une position ambivalente par rapport à cette opposition.

Les exemples que j'ai cités plus haut s'inscrivent clairement en opposition à l'hypothèse de l'« efficience des marchés » à partir de laquelle s'organise la diversification de l'investissement à l'intérieur d'un indice dans une approche de *buy and hold*, comme je l'ai analysé dans la première partie de ce texte. Au lieu de suivre cette technique, les gérants considèrent qu'ils peuvent gagner de l'argent de manière récurrente en profitant des mouvements des prix. Théodore me disait en entretien que son travail de *trading* avait consisté à *« essayer de se montrer plus intelligent que le reste des gens, enfin, que le reste du marché »*, une considération que contredit directement l'hypothèse de l'« efficience des marchés », qui considère qu'aucun acteur ne peut trouver une évaluation plus juste que celle du marché à tout instant. Dans de nombreuses brochures et discussions avec des professionnels, les *hedge funds* étaient associés à la notion de *« total return »* ou

« performance absolue »[594]. Cette performance, en principe positive, était opposée à la performance *« relative »* de l'investissement indiciel.Si dans ce dernier, lorsque l'indice baissait de 6%, une baisse de 5% était une *« sur-performance »* de 1%, les *hedge funds* étaient censés produire toujours des revenus positifs, quelle que soit l'évolution de l'indice[595]. Cet argument était généralement mobilisé en rappelant à quel point la gestion « classique » avait suivi la chute de la bulle Internet, avec des pertes très fortes, sans s'écarter des indices qui s'effondraient. Les *hedge funds*, par contre, étaient présentés comme *« décorrélés »* des indices, une appellation qui, comme on le verra plus bas, était problématique selon les interlocuteurs, mais qui indiquait l'idée que l'investissement ne prenait pas l'« efficience des marchés » comme horizon indépassable et que, par là, il était plus performant dans la *« création de valeur »*[596].

Cette distance s'accompagnait de différentes techniques qui mettaient en relief le caractère « spéculatif » des *hedge funds*, c'est-à-dire leur but de gagner de l'argent sans investir nécessairement à long terme dans une activité financière qui bénéficiera de leur apport de crédit. Deux techniques paradigmatiques se retrouvaient dans les entretiens et les discours de présentation sur des sites Web ou dans des ouvrages spécialisés. D'une part, l'arbitrage, qui se retrouve dans les pratiques de Théodore de Lancry, d'Acme et, du moins conceptuellement, comme je l'analyserai plus bas, dans les approches *long/short* en actions. Il mobilise une approche relative de la valeur orientée vers un gain qui peut être de court terme et basé sur le pari que le prix de certains actifs va baisser. La deuxième technique est dite du « levier ». Elle consiste à effectuer des opérations avec de l'argent emprunté, ce qui doit permettre d'augmenter le volume net des gains. Par exemple, le gérant peut considérer qu'une opération à très court terme permet des gains sûrs, mais très faibles. Si les montants mobilisés sont importants, les gains nets peuvent par contre être considérables. Ne disposant pas des fonds suffisants, le gérant les emprunte à un taux plus faible que les gains possibles. Il les

[594] Comme on le voit dans le titre même de l'ouvrage d'Eric Bengel cité plus haut, *La gestion alternative. Objectif : Performance absolue*, *op. cit.*

[595] A cette logique correspondaient des indicateurs spécifiques. Pour un fonds indiciel, un indicateur fondamentale était son *tracking error*, c'est-à-dire son écart moyen par rapport à l'évolution de l'indice, ce qui définit l'aspect *« relatif »* de sa performance, qui n'est donc pas liée à ce que j'ai décrit comme l'« évaluation relative » qui elle peut être centrale pour certains *hedge funds*. Pour ces derniers, le *tracking error* n'était généralement pas cité, mais une variable importante était le pourcentage de mois dans lesquels le fonds à eu une performance positive, c'est-à-dire définie non pas par rapport à un indice, mais par rapport à des gains ou des pertes nettes. Ceci pouvait donner lieu à des manipulations comptables, le gérant du fonds accumulant des provisions les mois fastes pour les répercuter sur les revenus des mois moins favorables et lisser ainsi la performance mesurée en termes de *« mois positifs »*.

[596] En principe, la *« décorrélation »* implique que la performance des fonds n'est pas une fonction de la performance d'un indice de référence. Comme c'est le cas pour les actions, tel que je l'ai décrit dans la première partie de ce texte, le rapport entre les deux évolutions est appelé le *« béta »*. Un béta de zéro implique une corrélation nulle, un béta de 1 une corrélation parfaite, un béta de -1 une corrélation inversée, etc.

utilise pour effectuer l'opération et ensuite il les rembourse. Le gain obtenu l'a été avec des fonds qui ne lui avaient pas été alloués. Cependant, ce sont les détenteurs de ces fonds qui les récupèrent, après paiement des commissions de gestion. Ainsi, l'emprunt a servi de « levier » pour augmenter la rentabilité des fonds alloués au gérant[597]. Evidemment, si le pari du gérant s'avère perdant, les pertes peuvent être très importantes, du fait que le gérant n'aura peut-être plus l'argent nécessaire pour rembourser le prêt. Plus le levier est élevé, plus la « prise de risque » est importante. Certains fonds affichaient, dans des listes professionnelles, des leviers de 5 ou de 10, c'est-à-dire que les sommes mobilisées étaient 5 ou 10 fois plus importantes que les fonds sous gestion.

Ces techniques étaient censées mettre en relief l'objectif de gain à court terme et de grande « prise de risque » des *hedge funds*, contrairement aux logiques qui organisaient la gestion indicielle, diversifiée et de *buy and hold*. Même si de nombreux *hedge funds* ne les appliquaient pas, elles apparaissaient souvent dans les conversations avec les professionnels, problématisées à partir de la légitimité ambivalente que pouvaient avoir les approches spéculatives dans l'imaginaire de la valeur financière que j'ai décrit jusqu'ici.

En récusant, dans leur pratique concrète, l'idée que les « marchés » au sein desquels ils agissaient étaient « efficients », les personnes travaillant dans les *hedge funds* s'inscrivaient directement dans la problématique de la légitimité de la gestion de fonds pour tiers. Comme je l'ai montré en première partie, cette « hypothèse » organisait les calculs de la gestion indicielle de *buy and hold*. Parce que le prix du marché était celui qui, à tout moment, collait le plus à la valeur fondamentale, étant le résultat de toutes les informations disponibles agrégées, le gérant ou l'analyste ne pouvaient *« battre »* le marché, même s'ils étaient contraints de mener une analyse financière y visant. La position marginale des *hedge funds* par rapport à cette logique pouvait alors avoir deux sens. D'une part, la notion d'' arbitrage » suppose que l'acte d'achat et de vente corrige un déséquilibre, le même bien ne pouvant avoir deux prix différents. Les gérants de *hedge funds* sont généralement officiellement soucieux de ne pas *« dévoiler »* leurs techniques d'investissement, arguant que si elles sont connues, elles risquent de perdre leur valeur : si de nombreux acteurs effectuent des arbitrages, ils n'auront plus de lieu d'être, puisque le mouvement de masse corrigera le décalage entre les prix.

[597] Pour prendre un exemple purement théorique, un gérant peut n'avoir que 10 millions d'euros à allouer à un type d'opération pendant un jour, qui ne rapporte que 0,1% de revenus, le reste de ses fonds sous gestion étant destiné à d'autres actifs ou techniques. Il ne peut donc en tirer que 10 000 euros. Il peut par contre emprunter 90 millions à 0,01% pour la journée et les utiliser pour effectuer l'opération. Celle-ci lui rapporte alors 100 000 euros, pour un coût du prêt de 9 000 euros. Au lieu de gagner 10 000 euros, le gérant en aura gagnée 91 000. Si c'est la seule opération pour laquelle il a utilisé du levier ce jour-là, et qu'il à 100 millions d'euros sous gestion, il a multiplié son gain par 9,1 avec un levier de 0,9.

Comme d'autres approches spéculatives, l'arbitrage est basé sur la considération que le marché est généralement « efficient », mais qu'un acteur avisé peut profiter de certaines de ses failles, qui risquent de disparaître une fois qu'elles ont été détectées par trop de participants. En développant des approches de la valeur qui récusent la réalité immédiate de l'« efficience des marchés », les *hedge funds* contribueraient néanmoins à sa réalisation dans le futur.

D'autre part, comme c'était le cas de l'approche spéculative du point de vue des tenants de l'approche fondamentale, les *hedge funds* pouvaient être considérés comme un danger pour ce qui était censé faire la légitimité du dispositif des « marchés financiers » : l'échange à partir de la vraie valeur. En réalisant des gains sans aucun lien avec des activités financées, mais seulement à partir de techniques visant à exploiter de faibles mouvements « non-efficients » sur le marché, les *hedge funds* risquaient au contraire de les amplifier et de déclencher des crises financières sans liens avec les « fondamentaux » et portant préjudice à l'ensemble des participants à l'échange. L'utilisation du levier, par ailleurs, permettait aux *hedge funds* d'amplifier leur poids sur le marché, ce qui ne se justifiait pas du fait que s'ils avaient peu de fonds sous gestion, c'était justement parce qu'ils n'étaient pas fiables et ne pouvaient porter une trop grande responsabilité.

Ces deux considérations opposées se retrouvent dans les législations, par exemple en France et aux Etats-Unis. Dans les deux cas, les fonds d'investissement utilisant du levier, faisant un fort appel à des produits dérivés, utilisant la technique de la vente *short* et ne diversifiant pas suffisamment leur investissement, sont fortement restreints. En France, ces activités ne peuvent concerner que des parts très faibles de l'investissement du fonds, par exemple autour de 10%[598]. Aux Etats-Unis, comme je l'ai indiqué plus haut, les fonds ne se dégagent de ces contraintes qu'en ayant moins de 100 clients, ce qui limite fortement les montants de fonds sous gestion qu'ils peuvent avoir[599]. Dans les discussions avec des gérants de *hedge funds*, ces questions étaient souvent traitées comme des *« injustices »* faites à des *« semeurs de troubles »*, qui prouvaient que les hypothèses sur lesquelles se basait la gestion classique étaient fausses et que les clients de cette dernière étaient en train de *« perdre leur argent »*.

[598] Ces restrictions sont établies par le décret 89-624 d'appliquation de loi relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux fonds communs de créances, n° 88-1201 du 23/12/1988. Elles ne concernent pas les OPCVM dits « allégés », qui doivent êtré agrées par l'AMF, ce qui, à l'époque de mes observations, selon les acteurs, n'arrivait pas pour les *hedge funds*, sauf dans les cas où une part faible de l'investissement était géré de manière « alternative », le reste étant investi en produits « monétaires » ou « garantis ».

[599] Selon la « Investment Company Act » de 1940.

Dans ces discussions, deux cas récurrents étaient cités très souvent, mobilisant la figure de l'investisseur libre capable d'établir un rapport avec son objet d'investissement en dehors de toute institution. Ceci était le cas de Georg Soros, juif émigré de Hongrie pour échapper au nazisme qui, après des études en philosophie, avait commencé à travailler comme *trader*, se formant sur le tas. Au début des années 90, il devint connu mondialement en investissant contre la politique monétaire du gouvernement britannique. Pour maintenir la livre au sein du SME, le gouvernement devait maintenir le taux de change stable à l'intérieur de certaines limites. Si la livre chutait trop fortement, il se voyait alors contraint d'en acheter. Georg Soros utilisa la technique du levier et emprunta de fortes sommes de livres, qu'il vendait sur le marché de manière massive, ce qui faisait baisser leur prix. Il fit ceci jusqu'au moment où le gouvernement déclara ne plus trouver de liquidités pour acheter sa propre monnaie. La livre baissa en dessus de son niveau minimal pour rester à l'intérieur du Système Monétaire Européen. Sachant que le gouvernement ne soutiendrait pas la monnaie, de nombreux détenteurs vendirent à leur tour, ce qui renforça la chute.Soros eut alors la possibilité de racheter des livres, à un prix très bas, afin de rembourser son prêt, avec un grand bénéfice, puisqu'il les avait vendues auparavant à un prix plus élevé. Il avait ainsi gagné d'importantes sommes en utilisant du levier et de la vente *short*, contre un gouvernement élu par les urnes, dans un pays considéré comme une des grandes puissances mondiales. La question de sa légitimité se posait néanmoins en termes de l'investisseur libre et de la justesse des prix : avait-il contribué à ce que la livre, « libérée » d'une contrainte politique « injuste », retrouve son « vrai prix », ou avait-il simplement déstabilisé le système financier pour son propre gain personnel ? Cette manière de problématiser l'événement, comme action d'une seule personne, alors qu'évidemment les créanciers de Soros, de grandes banques, avaient contribué fortement au résultat, s'inscrivait d'autant plus dans l'imaginaire financier de l'investisseur libre que Soros se présentait comme un intellectuel dont les succès étaient dus à ses capacités cognitives personnelles, source légitime de la définition de la valeur.

Le deuxième cas est celui de l'équipe de gérants dirigeant le fonds *Long Term Capital Management* (LTCM). La stratégie de Soros en 92 avait été explicite et sa publicité était un des éléments de sa réussite. En laissant savoir qu'il ne céderait pas, le *trader* et ses créanciers avaient peut-être contribué à convaincre le gouvernement de ne pas défendre sa monnaie indéfiniment. Les stratégies suivantes du gérant sont restées dans l'opacité affichée qui est censée caractériser les *hedge funds*. Celle-ci était la règle dans le cas de LTCM, ce qui fait que dans de nombreux entretiens avec des gérants de *hedge funds* ou des employés chargés d'y investir, les techniques de LTCM demeuraient inconnues même si leur cas était

abordé avec enthousiasme[600]. Le fonds avait été créé en 1994 par un *trader* à succès et, entre autres par Robert Merton et Myron Scholes, prix Nobel d'économie en 1997 pour leurs travaux sur l'évaluation des produits dérivés. Parmi ses clients, on comptait les plus grandes institutions financières. Le *hedge fund* avait, à la fin de l'année 1997, près de 5 milliards de dollars US sous gestion et, avec un levier proche de 25, des positions pour un montant de près de 120 milliards, notamment sur les marchés des produits dérivés des bons des Etats dits « émergents ». Les crises financières asiatiques de 97 et notamment le défaut de paiement russe de 1998 eurent pour effet un *« flight to quality »* généralisé qui fit que les prix des bons des Etats « émergents » chuta, et donc que les taux augmentèrent, alors que le mouvement inverse avait lieu pour les bons des Etats riches. Les stratégies de LTCM avaient par contre parié sur une réduction des *spreads* entre les deux types de bons. La valeur de ses fonds sous gestion chuta jusqu'à n'être plus que de 600 millions de dollars, alors que la valeur de leurs positions demeurait proche de 80 milliards. Lorsque la nouvelle que le fonds était en difficulté fut publique, ceci accentua son incapacité à trouver des créditeurs pour couvrir ses positions alors qu'il devenait difficile de les « défaire » en vendant les actifs. Investissant dans des niches, les actifs étaient peu liquides et la crise les avait rendus pratiquement invendables[601]. La possibilité que les positions de LTCM s'évaporent et que le fonds fasse faillite fit craindre à de nombreux acteurs le déclenchement d'une crise générale. La Banque Fédérale des Etats-Unis intervint pour sauver le fonds, agissant comme prêteur en dernier ressort. Sous son auspice, certaines des grandes institutions clientes du fonds apportèrent elles aussi du capital.

De nombreuses discussions sur LTCM portaient sur le bien fondé de la décision de la Fed de soutenir le fonds. Selon une discussion classique en théorie économique, que j'ai évoquée en Introduction, le rôle de prêteur en dernier ressort apparaît soit comme un garde-fou contre les crises systémiques, soit comme une incitation à la prise de risque déraisonnée, les acteurs, notamment les plus puissants, se sentant « couverts » en cas de grosse faillite[602]. Dans ce dernier cas, l'intervention de la Fed constituait un *« mauvais précédent »* qui allait inciter les *hedge funds* importants à devenir encore plus spéculatifs. La quasi-faillite de LTCM mettait à mal l'imaginaire selon lequel les capacités cognitives de gérants laissés libres de définir leur stratégie d'investissement assuraient des revenus plus élevés. Cette difficulté était souvent traitée de deux manières, qui tendaient à écarter le cas LTCM de la norme des

[600] En fait, leurs opérations furent rendues publiques dans un rapport de la SEC à leur égard, après leur quasi-faillite.
[601] Pour une analyse des réseaux sociaux qui ont contribué à cette chute, cf. MacKenzie, D., 2003 « Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage », *Economy and Society*, Vol. 32, n° 3, Aug., pp. 349-380.
[602] Cette logique, dite du *« too big to fail »* (« trop grand pour échoir ») implique que les pouvoirs publics ne peuvent permettre la faillite d'une grande institution financière, qui mettrait en péril tout le système financier.

hedge funds. Nos interlocuteurs, notamment des gérants de *hedge funds*, expliquaient ainsi souvent que le fonds avait pris des risques démesurés parce qu'il avait des clients institutionnels très importants qui devaient lui avoir assuré qu'il était « couvert ». Ceci aurait donc *« faussé »* les capacités évaluatives des gérants.

Un deuxième argument, insistant sur les méfaits des investisseurs institutionnels, était que ces derniers avaient investi dans LTCM pour qu'il parie sur la réduction des *spreads* entre les bons des pays riches et ceux des pays « émergents », alors que ces mêmes institutions faisaient par ailleurs un pari inverse. LTCM avait ainsi été *« manipulé par les plus gros »*, qui l'ont utilisé comme une manière de faire du *long/short*. Les responsables d'investir en *hedge funds* employés par de grandes institutions, par contre, avaient tendance à situer le « problème » dans la « personnalité » des gérants de LTCM : ceux-ci, *« obnubilés »* par leur savoir et les bonnes performances des débuts du fonds, se sont crus invincibles, ce qui montrait le danger posé par le manque de régulation de ces fonds « spéculatifs ». De fait, la plupart des acteurs considéraient qu'après la chute de LTCM, de manière générale, les *hedge funds* avaient adopté le principe du *« stop loss »*, consistant à refaire un tour de table avec les clients à partir d'une perte de 10% (LTCM n'avait prévenu ses clients que bien plus tard), avec le risque de voir le fonds fermer. Dans tous ces cas, la discussion sur la légitimité de l'existence même du fonds et sur le bien fondé de sa stratégie ou de son sauvetage tournait autour de la figure de l'investisseur libre et de l'« efficience des marchés ». Pas assez libre, l'investisseur LTCM aurait été manipulé et éconduit vers une mauvaise évaluation. Trop libre et oublieux de l'« efficience des marchés », il se serait écarté de la seule évaluation légitime.

Comme le montrent ces cas, récurrents dans la plupart des entretiens avec des gérants de *hedge funds* et leurs clients institutionnels, la légitimité de l'innovation dans l'évaluation financière se situait dans les tensions entre les différentes approches de la valeur que j'ai étudiées dans la première partie de ce texte. L'innovation a lieu comme la stabilisation d'une position en tension entre d'une part, la valeur fondamentale et relative, exacerbées dans le concept d'efficience des marchés selon une approche institutionnalisée, et d'autre part la valeur spéculative qui, *via* la liberté de l'investisseur théorique, peut rejoindre la valeur fondamentale, cette fois-ci à l'encontre d'institutions qui, ne permettant pas la réalisation du sujet libre évaluateur, rendraient cette même efficience impossible. Dans les cas que j'ai pu observer dans une expérience de terrain fragmentaire, les éléments constitutifs de la valeur financière que j'ai décrits plus haut organisaient les possibles concrets de l'innovation ainsi que la problématisation de leur légitimité. Les acteurs de Hedge Consulting se positionnaient

dans cet espace, à travers les discussions qui concernaient de manière spécifique les actions cotées.

Le cas des hedge funds *investissant en actions cotées*

Les mêmes problématiques se retrouvaient dans les différentes techniques d'investissement en actions cotées. A nouveau, la multiplicité des approches possibles ne faisait des *hedge funds* une unité que par rapport à la remise en cause de la notion d'efficience des marchés. Les gérants pouvaient n'acheter que des actions d'entreprise proches de la faillite et en redressement, ne se concentrer à très long terme que sur des secteurs spécifiques, ou, le cas le plus cité dans les entretiens, développer des stratégies de *long/short* qui pouvaient par ailleurs être très différentes. Dans les présentations de leurs fonds, certains gérants basaient explicitement leur stratégie sur leur expertise de la valeur fondamentale, ce qui leur permettait de ne pas suivre des indices et de se concentrer sur les entreprises qui *« vraiment créent de la valeur »*. D'autres, comme le fonds géré par Julie à la Compagnie Universelle, approchaient les actions à partir de leurs données historiques et selon des modèles statistiques. Dans tous les cas, en dehors des problématisations décrites plus haut sur le bien fondé de la spéculation par rapport à la notion d'efficience des marchés, les *hedge funds* étaient problématisés, en ce qui concernait les actions, y compris par rapport à la notion de *short*.

Lors de mes premiers entretiens avec Julie, elle me dit avec enthousiasme que pour bon nombre de gérants « classiques » l'investissement *short* était un *« tabou »*. L'investissement en actions, selon l'approche de la valeur fondamentale, devait viser à faire bénéficier l'investisseur des activités de l'entreprise à laquelle il apportait du capital. Ceci semblait opposé à l'idée que l'investisseur puisse espérer que l'entreprise aille mal et que le prix de son action baisse. Dans de nombreux entretiens, le *short* était discuté comme une liberté du gérant par rapport à une norme morale qui biaiserait la *« création de valeur »*. Dans mes entretiens avec des gérants « classiques », je n'ai pas observé de refus frontal, mais parfois une ambivalence qui se situait dans cette logique. En entretien, Yves, directeur de l'équipe investissant dans des grandes capitalisations européennes à Acme, faisait un lien entre la vente *short* des *hedge funds*, la spéculation des *traders* et leurs conséquences négatives pour *« le marché »*, tout en restant ambigu sur la distance qui les séparait de sa propre approche de la gestion : *« les gérants de* hedge funds*, ils raisonnent à trois semaines ! la plupart, hein, pas tous, ça tourne énormément, ça tourne à la rumeur… Et surtout c'est des gérants qui se spécialisent sur une toute petite portion de la cote et qui connaissent tout sur ces boîtes et qui vont jouer en* trading*, pas forcément à la journée, mais sur deux trois*

semaines, en moyenne deux semaines, ils rentrent et ils sortent, avec beaucoup de volatilité et des mouvements plus violents […] *Maintenant, ce que t'avais pas avant, c'est le phénomène des* hedge funds *qui se rachètent. Ils ont* shorté *un titre, et donc le titre est passé de 20 à 15, et le jour où il y a une bonne nouvelle, la nouvelle en elle-même devrait ramener le titre à 16, sauf qu'elle ramène le titre à 18 parce que les gérants de* hedge *ils ont racheté le titre parce qu'ils ont peur. Et donc, ça crée un accélérateur. Et ça, avant, ça n'était pas là, pas autant. Tu vois, tu as à la fois une mauvaise nouvelle, ils vont* shorter*, donc ils vont amplifier le mouvement et à la hausse, ils vont se racheter, donc ils vont aussi amplifier le mouvement. C'est très rapide, les ajustements se font très rapidement…*

Moi : en travaillant comme consultant sur les hedge funds*, il y a des gérants qui m'ont dit qu'il y a des techniques, notamment dans les* equities*, utilisées par les* hedge funds*, surtout le* short […] *qui seraient intégrables dans la gestion classique. Est-ce que ça pourrait être une évolution ?* […]

Yves : Moi euh… d'abord, quand t'as un benchmark*, tu peux* shorter *un titre, c'est-à-dire tu ne l'as pas, et s'il est dans ton* benchmark*, c'est l'équivalent d'un* short*. Le* short *il est là. Ensuite, euh….* [silence de plusieurs secondes] *il y a quand-même, dans le marché, euh… le gérant ne cherche pas des titres à* shorter *s'ils ne sont pas dans le* benchmark*, d'accord ?* […] *ça changerait la philosophie du gérant : la philosophie du gérant, c'est de chercher de bonnes idées, d'accord ? c'est-à-dire de chercher des idées qui vont faire mieux que le* benchmark*. Donc là, il faudrait, si on avait le droit, de* shorter*, donc il faudrait se poser des questions sur les titres qui sont surévalués. Nous on se les pose dans la mesure où ils sont dans le* benchmark*, à savoir, tu vois ? est-ce qu'on veut les avoir comme le* benchmark*, on les juge bien valorisés, ou on les* shorte*, s'ils sont sous-évalués, on les achète. Donc la logique, elle est un peu là. C'est euh… le* short *euh… les* hedge funds*, c'est du* total return*, c'est-à-dire, tu leur donnes de l'argent et le but c'est, d'abord, de pas perdre de l'argent. « Hedge » c'est ça, de pas perdre de l'argent, donc euh… à partir de là, eux, quand ils* shortent*, c'est pas par rapport à un indice, c'est qu'ils pensent qu'ils vont faire de l'argent. Ils* shortent *pour faire de l'argent, ils* shortent *à 10, ils rachètent à 9, ils ont fait 10%, ils sont contents. C'est euh… et ensuite, ils prennent leur profit, c'est fini, ils bouclent leur journée hein ! c'est un peu comme des* traders*, donc euh… ou alors ils vont jouer un titre contre un autre, en jouant la performance relative, donc tout ça… enfin, on pourrait faire, hein, c'est pas… mais il faudra qu'on change un petit peu l'approche. C'est pas un grand… un grand changement… »*

L'ambiguïté d'Yves était peut-être en partie liée au fait qu'il ne voulait trop se distancier des approches de Nicole, dans la perspective de la réorganisation, qui lui fut

bénéfique et dont je ne savais rien au moment de l'entretien avec lui. En même temps, cette ambiguïté était possible en se situant dans la tension qui organise la pratique de la vente *short*. Celle-ci s'inscrivait, comme la spéculation, dans la problématisation de l'« efficience des marchés ». D'une part, l'investissement ne visait qu'à profiter de mouvements des prix à court terme, qu'il risquait d'amplifier au-delà du « juste prix ». D'autre part, au contraire, la vente *short* ne pouvait que participer de l'« efficience des marchés », l'entreprise visée ne « méritant » pas autant de crédit que ne le laissait croire le prix injustement élevé de ses actions. Comme nous le verrons, pour Hedge Consulting, la légitimation de l'investissement *short* était une problématique de commercialisation très présente.

Du point de vue de la définition de la valeur, l'innovation financière des *hedge funds*, organisée autour de la problématique de l'« efficience des marchés », se situait dans les tensions entre les éléments de l'évaluation et de la « création de valeur » que j'ai décrits dans les deux premières parties de ce texte. Les différentes manières d'agencer ces éléments définissaient différentes stratégies d'investissement, dont la légitimité demeurait problématisée par rapport à la gestion « classique ». Cette opposition ambivalente se retrouvait dans les imaginaires de l'organisation des *hedge funds* comme lieu de la réalisation extrême de l'investisseur libre des philosophies politiques et morales libérales analysées plus haut.

2) L'organisation de l'innovation « libre »

L'imaginaire du *hedge fund* comme lieu d'innovation financière en dehors de la gestion « classique » comprenait des aspects organisationnels. Le fonds d'investissement conçu comme une petite entreprise indépendante, dans laquelle le gérant serait son propre patron et investirait lui-même apparaissait comme l'arrangement le plus adéquat pour une évaluation « libre ». Cette organisation était présentée comme se distinguant des grandes institutions par le rapport à l'autorité et aux clients que développait le gérant en tant qu'agent de l'échange. Cette indépendance organisationnelle était néanmoins ambivalente, la « liberté » se situant dans des espaces qui pouvaient la rapprocher de l'illégalité.

L'organisation la plus adéquate pour l'innovation financière

Comme organisation permettant le rapport le plus « libre » entre le gérant et ses objets d'investissement, une image récurrente dans les discussions avec des professionnels

était celle d'un *hedge fund* établi comme entreprise indépendante dans un paradis fiscal, avec une clientèle exclusive qui lui faisait une confiance absolue pour les choix d'investissement[603]. La stratégie du gérant étant « bonne », selon la logique de la *« performance absolue »*, celui-ci investissait son propre argent dans son propre fonds. La gestion de fonds pour tiers était aussi une gestion des fonds propres à partir d'une relation d'évaluation libre de toute contrainte institutionnelle et basée uniquement sur les capacités cognitives du gérant. Ce cadre s'opposait à celui de la gestion « traditionnelle », dans laquelle le gérant gérait uniquement des fonds de tiers, avec un faible bonus lié à la performance, et en suivant des consignes d'investissement strictes, notamment du fait de devoir *« coller à un indice »*.

Grégoire, employé dans le Département Structuré d'Acme pour produire des produits dérivés, avait auparavant travaillé dans un *hedge fund* investissant dans des convertibles. Il m'expliquait que son *« rêve »* était de créer *«* [s]*a propre boîte »* et analysait l'organisation du travail en équipes autonomes dans l'entreprise comme se rapprochant de cet idéal de la liberté d'innovation : *« des équipes plus autonomes, des rémunérations plus autonomes, des performances plus autonomes, responsabilité plus autonome. Mais le prix de l'autonomie, on sait tous qu'être autonome ça a un prix, hein ? on peut pas non plus euh… le prix, c'est de gérer ses projets de A à Z* […] *c'est pas cloisonné, mais c'est vrai que, même si c'est pas cloisonné, il faut assumer cette responsabilité. Tu vois, c'est pas de se dire : « les autres m'aideront », non : chacun son business. Autonome ne veut pas dire passif. Autonome veut dire : « ok, ben il faut y aller, ne compte pas sur les gens pour te prendre la main, vas-y ! Les gens t'aideront mais… » et ça, je pense c'est une caractéristique fondamentale, je pense que c'est un peu partout, en finance il faut être autonome. Il faut être autonome. Les choses se font… enfin, les produits financiers s'inventent euh… ça ne tombe pas du ciel ! c'est des gens qui les inventent, des gens autonomes ! qui les inventent, qui les testent, qui les implémentent. C'est quoi un* hedge fund *? C'est deux personnes qui s'assoient, qui disent : « bon, on a une idée, on crée, hop, on monte un fond, on a des investisseurs, on gère »… ça marche, la performance vient : ça part de quoi ? d'un PC ! de rien, ça part de rien ! »*.

Organisationnellement, ce « rien »[604] prenait la forme de l'absence d'une hiérarchie au-dessus du gérant et d'un rapport de forces avec les clients dans lequel ces derniers étaient,

[603] Cf. Bengel, E., *La gestion alternative*, *op. cit.*, pp. 158-159 et Jaeger, R. A., *All About Hedge Funds*, *op. cit.*, p. 34.

[604] Pour un analyse en termes de *« cognition distribuée »* qui critique l'idée que les *hedge funds* partiraient de « rien », cf. Hardie, I., MacKenzie, D., 2007, « Assembling an economic actor: the agencement of a Hedge Fund », *The Sociological Review*, Vol. 55, n° 1, pp. 57-80.

idéalement, en position de faiblesse. Les conditions concrètes de l'innovation pouvaient alors se situer dans un espace proche de l'illégalité.

Le hedge fund *comme absence d'autorité au-dessus du gérant*

Les gérants de HFF nous expliquaient, en entretien, qu'ils avaient décidé de *« monter un* hedge fund *»* parce qu'ils voulaient *« être* [leurs] *propres patrons »* et ne pas avoir de *« chef »*. Ils expliquaient, comme d'autres gérants, que ceci leur permettait, par exemple, de gérer leur emploi du temps, leurs codes vestimentaires et leur lieu de travail. Les gérants de HFF passaient peu de temps au bureau, y arrivaient à des horaires variables selon les jours et ne portaient pas de costume ou de cravate. Ils avaient installé les locaux de leur *hedge fund* à Fontainebleau parce qu'ils y habitaient et qu'ils n'avaient pas besoin d'être physiquement près des autres établissement financiers, à La Défense ou dans le VIIIe arrondissement.

Mais l'absence de hiérarchie était surtout justifiée parce qu'elle devait leur permettre de décider avec plus de liberté des stratégies d'investissement. Comme d'autres professionnels, ils expliquaient que leur démarche était une suivie par de nombreux *traders* qui, d'abord employés dans de grandes institutions françaises, s'installaient ensuite à Londres comme gérants d'un *hedge fund* dans lequel ils continuaient à développer les mêmes approches de l'investissement. Londres était censé être attirante en partie parce qu'elle concentrait de grandes capacités logistiques et une clientèle importante. Par ailleurs, le gérant du *hedge fund* étant rémunéré en fonction de ses performances et de ses fonds sous gestion, la fiscalité moins forte sur les revenus personnels l'y attirait. Ce dernier argument était récusé par ceux qui remarquaient que les frais de scolarité des enfants, les loyers et l'assurance maladie privées faisaient que les bénéfices finaux étaient moindres. Dans tous les cas, le gérant du *hedge fund* y apparaissait au sommet de la hiérarchie de son entreprise.

La liberté du gérant ne concernait pas uniquement la hiérarchie organisationnelle. Londres était un compromis entre une vie en Europe continentale et une liberté dans le développement des techniques d'investissement. De nombreux *hedge funds* sont par contre établis, du moins légalement, dans des paradis fiscaux. Les ouvrages spécialisés pour professionnels que s'était procurés l'équipe de Hedge Consulting insistaient sur le fait qu'en dehors d'une fiscalité plus bénéfique pour les grandes fortunes et les hauts revenus, de nombreux paradis fiscaux avaient développé une législation qui régulait et en même temps permettait aux gérants une liberté dans les techniques d'investissement qui n'était pas possible aux Etats-Unis ou dans les grandes places financières européennes. De ce point de vue, le

marché financier de Dublin s'était développé en partie en permettant à de nombreux *hedge funds* de s'y installer en bénéficiant de certains avantages plus typiques des paradis fiscaux[605].

La situation *offshore*, comme l'a analysé Bill Maurer, situait les *hedge funds* dans un espace moralement ambigu du point de vue des philosophies politiques libérales. D'une part, les places *offshore* s'inscrivent dans des espaces « nationaux » et peuvent être comprises dans le plan continu des Etats et de leurs droits fiscaux respectifs, qui sont aussi les espaces de protection de la propriété privée et de la solidarité sociale à travers le paiement des impôts. En même temps, les places *offshore* créent des zones d'échange et d'accumulation monétaire qui échappent, en tant que propriété privée, à la communauté politique. Cette tension les situe en porte-à-faux avec les philosophies libérales que j'ai analysées plus haut, pour lesquelles la liberté du sujet se jouait dans le rapport social au reste des sujets[606]. Du point de vue de ces philosophies, les places *offshore* apparaissent dans une ambivalence, qui organise en partie la place des *hedge funds*. Ceux-ci pouvaient apparaître comme des francs-tireurs, profitant de la stabilité et de la standardisation des marchés financiers globaux régulés mais y agissant sans contribuer fiscalement et en se désengageant des règles qui contraignaient les mouvements de la plupart des autres acteurs. La problématisation de cette « liberté » organisationnelle suivait les mêmes arguments que celle de l'innovation dans le domaine de la valeur. La location *offshore* pouvait être présentée comme une correction, par rapport à une régulation excessive qui, ne permettant pas l'innovation financière, agissait à l'encontre de l'ensemble des participants. D'un autre côté, comme le disait Charles dans le passage cité plus haut, elle pouvait simplement être le moyen d'évader des impôts, voire de blanchir de l'argent sale. Ce dernier point était d'autant plus sensible que les législations des paradis fiscaux demandaient peu aux *hedge funds* en termes de publications des opérations d'achat et de vente qui leur auraient permis d'enregistrer des revenus. Les fonds auraient pu ainsi devenir des coquilles vides dans lesquelles l'argent était blanchi en étant affiché comme un revenu financier.A l'époque de mes observations, les institutions financières de différents paradis fiscaux

[605] Pour une analyse des bénéfices de la bourse de Dublin pour les *hedge funds* européens dans un ouvrage pour professionnels, cf. Griffey, H., 2003, « Profile Three : Jurisdiction Profile : Dublin », in *The Capital Guide to Hedge Funds 2003*, ISI Publications Ltd., Hong Kong and Bermuda, pp. 27-32.

[606] Cf. Maurer, B., « Cyberspatial Properties: Taxing Questions about Proprietary Regimes », *art. cit.* Un ouvrage écrit par des *traders* considère dans une vision enthousiaste les *hedge funds* comme libération absolue du pouvoir des Etats dans un espace global dans lequel la « liberté des sujets » passerait par l'échange financier (les *hedge funds* y sont traités dans un chapitre intitulé « Power to the People »), cf. Theys, T., Young, P., 1999, *Capital Market Revolution. The Future of Makets in an Online World*, Pearson Education Limited, London, pp. 114-147.

mettaient en relief les changements dans leurs régulations, visant à éviter cette opacité, ce qui leur permettait d'être intégrées dans la liste de pays « sûrs »[607].

Un rapport de forces avantageux par rapport aux clients

Cette ambivalence sur la légalité de la liberté du gérant de *hedge fund* indépendant se retrouvait dans le rapport aux clients. De nombreuses clauses considérées comme typiques pour les *hedge funds* indépendants correspondaient à une relation commerciale dans laquelle le gérant était en position de force par rapport à ses clients, ce qui était dû au fait que les *hedge funds* étaient des *« perles rares »* fournissant des revenus exceptionnellement élevés. Le gérant n'était pas obligé de publier ses opérations car ses techniques performantes devaient demeurer secrètes pour réussir, ce qui lui permettait par exemple de changer de stratégie sans le négocier avec ses clients. Pour participer, ceux-ci devaient investir une somme minimum, le *« entry ticket »*[608], par exemple supérieure à 10 millions de dollars. Ceci correspondait à l'idée que seuls des clients privés fortunés ou des clients institutionnels devaient pouvoir participer à l'investissement, c'est-à-dire dans les deux cas des clients *« sophistiqués »*[609], diversifiant leur investissement dans différents actifs en dehors du *hedge fund* en question, dans lequel ils étaient prêts à *« prendre plus de risques »*. Par ailleurs, les fonds avaient une taille maximale considérée comme optimale, ne dépassant généralement pas les quelques centaines de millions de dollars US, du fait qu'ils étaient censés développer des techniques d'arbitrage ou agissant sur des niches de petite taille. De gros montants risquaient d'assécher le marché ou d'attirer l'attention d'autres investisseurs et donc éliminer les opportunités de gain. Les « meilleurs » *hedge funds* étaient donc souvent considérés comme *« fermés »*, c'est-à-dire n'acceptant plus d'investisseurs. Finalement, parce que les techniques d'investissement demandaient parfois des temps longs pour porter leurs fruits, il y avait généralement un temps minimum d'investissement, par exemple de six mois ou un an, pendant lesquels le client ne pouvait pas retirer ses fonds, appelé la période de *« lock-up »*[610]. Le départ pouvait par ailleurs être taxé d'une pénalité.

La position de force du gérant de *hedge fund* par rapport à ses clients, telle qu'elle est dessinée par les éléments décrits ci-dessus, était légitimée par le fait que les revenus fournis

[607] Cette liste, établie par un organisme inter-gouvernemental, se base sur des critères qui permettent l'intégration de la plupart des places *offshore* à la finance globale. Les *hedge funds* s'intègrent ici dans une ambivalence qui constitue les paradis fiscaux eux-mêmes, cf. Godefroy, T., Lascoumes, P., 2004, *Le Capitalisme Clandestin. L'illusoire régulation des places offshore*, *op. cit.*

[608] « Ticket d'entrée ».

[609] La définition des « investisseurs sophistiqués » ou « qualifiés » fait partie des régulations de la SEC, cf. http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm

[610] Période d'« immobilisation ».

par cet investissement seraient exceptionnels. Les entraves à la « liberté » du gérant auraient mis en danger sa capacité de « créer de la valeur ». En même temps, l'absence de hiérarchie, la situation *offshore* et le manque de contrôle de la part des clients risquaient de mettre ces derniers à la merci de la fraude. En ce sens, le cas exemplaire du *hedge fund* appelé Manhattan Investment Fund revenait souvent dans les discussions avec les professionnels et dans la littérature spécialisée. Le fond fut établi dans les Iles Vierges Britanniques par Michael Berger, 24 ans, en 1995. Entre 1996 et 2000, c'est-à-dire pendant la bulle Internet, il fit des paris sur la baisse des valeurs liées aux nouvelles technologies, qui conduisirent à des pertes de plus de 400 millions de dollars. Pendant ce temps, ses clients recevaient des déclarations frauduleuses avec des résultats positifs, qui avaient obtenu l'aval des cabinets d'audit Deloitte & Touche et Ernst & Young. Il avait réussi à lever en tout près de 575 millions de dollars auprès de près de 300 clients. Ceux-ci tentèrent un procès contre lui et le gérant se serait réfugié en Dominique, une île des caraïbes sans traité d'extradition avec les Etats-Unis, alors qu'il risquait quinze ans de prison et une amende de plus d'un million de dollars. Il fut arrêté en 2007 en Autriche, dont il est citoyen, et attend son extradition, qui demeure improbable.

Comme dans les autres exemples, le sujet de l'histoire est une personnalité supposée capable de « créer de la valeur » en dépassant le « marché » grâce à une grande liberté d'action.Cet imaginaire semble avoir été en jeu entre 1996 et 2000, lorsque le fonds déclarait des revenus suffisamment élevés pour attirer de nombreux clients sans que ceux-ci demandent à voir au-delà des déclarations du gérant. La même logique de « liberté », le « rien » qui faisait que le gérant n'avait pas de hiérarchie et était le seul à contrôler le lien entre les clients et leur argent, fut ensuite comprise comme ce qui avait rendu la fraude possible.Le cas dessinait ainsi la frontière ténue entre le « génie » qui, dégagé de toutes les régulations, peut « sur-performer » le « marché » et le « franc-tireur » qui, du fait de ce rien, joue non seulement contre « le marché », mais aussi contre ses propres clients[611].

La « liberté » du gérant, organisée dans des entreprises indépendantes, soumises à de faibles régulations juridiques et en position de force par rapport à ses clients, semblait à la fois

[611] La Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement Européen reprend cette problématique dans le « Projet de Rapport » du 18/04/2008, dans lequel sont préconisées des mesures pour augmenter la « transparence » des « fonds alternatifs » et limiter leur capacité d'utiliser du « levier ». Cf. http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+COMPARL+PE-404.764+01+DOC+PDF+V0//FR&language=FR. Les réactions des autorités financières des Etats-Unis et du Royaume-Uni, en septembre 2008, contre la vente *short* et les « fonds spéculatifs », considérés comme des facteurs importants d'une « crise » financière dont les causes sont pourtant officiellement ailleurs, s'inscrivent dans cette même logique.

le meilleur dispositif de la « création de valeur » et la condition de possibilité de l'illégalité, qui pouvait jouer contre les « investisseurs » eux-mêmes. Cette ambivalence s'agençait avec celle qui concernait la légitimité des innovations financières que la liberté organisationnelle était censée rendre possibles.

3) Ambivalences de l'innovation financière « libre »

Les *hedge funds*, constitués comme entreprises indépendantes dirigées par le gérant de fonds et basées dans un environnement peu régulé comme les paradis fiscaux, s'inscrivaient dans l'imaginaire de la valeur financière que j'ai décrit en première partie, en tant que réalisation extrême de l'investisseur libre. Cette inscription se faisait dans la tension entre le sujet de l'échange et le « marché ». Alors que la gestion « classique » se basait sur le concept d'efficience des marchés pour diversifier l'investissement à l'intérieur des indices, répliqués dans une approche de *buy and hold*, les *hedge funds* apparaissaient comme démontrant que cet idéal n'était pas concrétisé, que ce soit dans le but légitime de le rétablir en « corrigeant » les marchés ou dans le but, réprouvé, de tirer profit d'un chaos dont ils étaient en partie responsables.

Dans sa liberté évaluative, le gérant était opposé aux investisseurs institutionnels « classiques », aux organismes de régulation et aux Etats, qui limitaient les possibilités techniques d'investissement, et aux clients, pas assez sophistiqués pour participer à la définition des techniques d'investissement en les contrôlant. Cette même opposition se retrouvait dans la liberté organisationnelle conçue comme la condition de possibilité de la liberté évaluative, avec une ambivalence similaire. Le manque de régulation, d'autorité autour du gérant et de capacité des clients à intervenir dans ses techniques d'investissement, le « rien » qui devait permettre l'innovation, était aussi la porte ouverte à la fraude, à l'illégalité et à des activités contraires à la fois au « marché » comme ensemble d'institutions et aux clients du *hedge fund*.

Entités indépendantes définissant la valeur dans une liberté totale, les *hedge funds* se situaient dans les espaces flous de l'imaginaire financier de la valeur et dans les marges de la régulation institutionnelle. Dans cette extériorité à l'intérieur, pour autant qu'ils ne passaient pas du côté de l'illégalité, ils dessinaient un espace d'exacerbation des possibles financiers, de « création de valeur » « absolue » incarnée dans une personnalité ou une équipe selon la figure de l'« investisseur libre ». Comme je l'ai décrit plus haut, cette figure est fondamentale dans les pratiques d'évaluation et d'investissement. L'innovation financière des *hedge funds*

se situait dans un espace labile, attirant et repoussant, dans lequel des extrêmes de l'imaginaire financier étaient possibles.

Selon les acteurs que j'ai pu observer, depuis la fin des années 90 et le début des années 2000, le nombre de *hedge funds* avait fortement augmenté et leur statut était en transformation. Ils commençaient à être développés de manière systématique comme un produit vendu par les grandes institutions financières, selon des logiques qui entraient en partie en conflit avec l'imaginaire que j'ai décrit dans ce chapitre. J'analyserai ces tensions pour voir comment elles dessinaient l'espace des possibles des pratiques d'« innovation » des membres de Hedge Consulting.

C) La « gestion alternative » comme institutionnalisation de l'innovation financière des *hedge funds*

Pour mes interlocuteurs, l'imaginaire du *hedge fund* indépendant était mobilisé comme une norme du passé ou comme une réalité de plus en plus marginale. D'organisations presque cachées, d'accès impossible sauf pour certaines entreprises financières, fondations et surtout grandes fortunes, les *hedge funds* étaient en train de devenir la *« gestion alternative »*, un produit financier parmi d'autres proposé au grand public par les grandes institutions financières. Ce passage avait plusieurs aspects, qui apparaissaient comme problématiques et irrésolus. Conçue comme une opportunité ou comme une entrave pour l'innovation financière, l'institutionnalisation des *hedge funds* en « gestion alternative » se faisait en les intégrant, de manière plus ou moins réussie, aux approches « classiques » de la valeur et aux logiques organisationnelles des grandes institutions. Les *hedge funds* se situaient dans cette relation incertaine que décrit Anselm Strauss entre la « routine » et la « non-routine »[612]. Ceci avait lieu à travers un imaginaire fragmenté concernant leurs possibilités et leur légitimité.

En 2003, l'institutionnalisation des *hedge funds*, surtout en France, commençait à apparaître comme un phénomène irréversible. Elle prenait deux formes organisationnelles. D'une part, il existait, parfois depuis des décennies, trois « fonds de fonds » avec près d'un milliard d'euros sous gestion chacun. Ces fonds, établis comme entreprises indépendantes, étaient des intermédiaires entre des *hedge funds* du monde entier et des investisseurs établis en France, notamment de grandes fortunes familiales et quelques institutions financières. D'autre part, les grandes institutions financières développaient, depuis le milieu des années 90, des *hedge funds* et des « fonds de fonds » en « interne », c'est-à-dire dont les gérants étaient des employés de l'entreprise. De nombreux acteurs expliquaient ce développement comme le besoin de trouver de nouveaux produits, des « modes », ainsi que du fait des capacités des grandes institutions à éviter les contraintes juridiques et commerciales qui pesaient en France contre l'établissement des *hedge funds* (1).

Cette évolution s'agençait de manière problématique avec l'imaginaire de l'innovation financière que j'ai décrit dans le chapitre précédent, avec à la fois des points communs et des spécificités, selon qu'il s'agisse des « fonds de fonds » ou des *hedge funds* développés par les grandes institutions. Alors qu'ils développaient des procédures

[612] Cf. Strauss, A. L., « L'influence reciproque de la routine et de la non routine dans l'action », *art. cit*. et Callon, M., « An essay on framing and overflowing: economic externalities revisited by sociology », *art. cit.*

standardisées de contrôle de la personnalité des gérants de *hedge funds* et de ses stratégies d'investissement, les gérants de « fonds de fonds », en entretien, insistaient sur le besoin de préserver la liberté que j'ai décrite plus haut. Les gérants de *hedge funds* intégrés dans de grandes institutions, par contre, remarquaient que leur « produit » était différent : leur innovation était moins souple et leur commercialisation moins ouverte, mais ceci s'accompagnait d'un support organisationnel qui leur permettait de se concentrer dans le développement de stratégies d'investissement. Ces différentes approches s'organisaient à travers une problématisation des *hedge funds* comme produit spécifique, voire comme « classe d'actifs ». Se posait alors la question de leur évaluation « fondamentale » des *hedge funds*, qui demeurait labile, et de leur valeur « relative », notamment à travers le développement d'indices de *hedge funds* qui pouvaient entrer fortement en contradiction avec l'imaginaire du *hedge fund* indépendant (2).

Les contrôles des stratégies d'investissement des *hedge funds* dans la « gestion alternative » pouvaient être compris comme l'élimination des ambiguïtés qui les organisaient selon l'imaginaire décrit dans le chapitre précédent. Ils pouvaient constituer la fin d'une liberté absolue ou au contraire la sophistication de l'innovation. Dans ce dernier cas, les gérants de *hedge funds* bénéficieraient des acquis cognitifs des grandes institutions mais avec une moindre liberté organisationnelle et une rémunération plus faible. C'est dans cet espace des possibles que se situaient les acteurs de Hedge Consulting (3).

1) Le développement des *hedge funds* institutionnels et des « fonds de fonds »

Dans toutes les interactions avec des professionnels, l'institutionnalisation des *hedge funds* en « gestion alternative » était présentée comme un phénomène récent, dont les conséquences étaient incertaines. Ils étaient présentés comme un nouveau « produit », une « mode », répondant aux intérêts commerciaux et aux capacités logistiques des grandes institutions.

L'institutionnalisation comme phénomène récent aux conséquences incertaines

Les *hedge funds* pouvaient être intégrés dans de grandes institutions financières de deux manières. D'une part, à travers un « fond de fonds » indépendant. En 2003, en dehors des grandes institutions, il n'existait que trois structures indépendantes de ce type. Comme dans une SICAV, les « investisseurs » achetaient des parts du fonds. Celui-ci, à son tour, investissait dans des *hedge funds*, en achetant des parts de chaque fonds. Les revenus du fonds

de fonds provenaient de chaque *hedge fund*, ceux de ses clients de l'ensemble des investissements. Avec Hedge Consulting, nous avons eu des entretiens avec les directeurs de deux des trois fonds indépendants établis en France. Ils nous expliquaient que leurs activités avaient débuté dans les années 70 et 80, à Londres ou en Suisse, en gérant des fonds de grandes fortunes. Avec le temps, ils avaient élargi leur clientèle à des fondations et des institutions financières « classiques ». Ils considéraient que les *hedge funds* étaient pour une *« élite »* et que la *« démocratisation »* du produit par les grandes institutions risquait de changer fondamentalement leur contenu, en augmentant le nombre de fonds et en faisant *« baisser la qualité »*. Ils considéraient que si leurs fonds étaient plafonnés à près d'un milliard d'euros, c'était en partie par le fait qu'il était difficile de trouver des *hedge funds* de bonne qualité qui soient encore *« ouverts »*, ce qu'ils faisaient à travers les renseignements qu'ils pouvaient avoir auprès de connaissances interpersonnelles établies parfois depuis des décennies du fait de leur spécialisation dans le domaine. Dans cette logique, ils distinguaient à la fois leurs pratiques des « fonds de fonds » des grandes institutions financières et les pratiques des *hedge funds* indépendants de celles des structures développées au sein de ces mêmes entreprises.

Les « fonds de fonds » et les *hedge funds* institutionnels s'étaient développés, selon plusieurs acteurs, à partir de la moitié des années 90, notamment depuis l'explosion de la bulle Internet. Sans avoir nécessairement de connaissances personnelles dans un milieu réputé très fermé, les « fonds de fonds » institutionnels français avaient développé des procédures, existant depuis longtemps aux Etats-Unis, pour avoir des informations sur de potentiels cibles d'investissement. Parallèlement, les grandes institutions avaient développé des *hedge funds* dont les gérants étaient souvent d'anciens gérants « classiques » ou d'anciens *traders*, parfois de la même entreprise. Ceci était le cas, par exemple, dans le Département Structuré d'Acme. A l'époque de mes observations, les *hedge funds* étaient peu vendus au grand public, souvent dans des produits d'assurance vie dont ils ne constituaient qu'une petite portion de l'investissement[613]. Les *hedge funds* d'Acme, dont les clients traditionnels étaient des entreprises d'assurance, s'inscrivaient dans cette stratégie. Dans le cas de Julie à la Compagnie Universelle, son *hedge fund* était intégré dans une équipe montée comme un département, visiblement pour explorer les techniques : l'argent qu'elle gérait appartenait à

[613] Ceci était notamment le cas des produits dits « garantis ». Ces produits proposaient au particulier de lui rembourser son capital après une période pendant laquelle il était bloqué, en lui ajoutant les bénéfices produits par des investissement des *hedge funds*. La structuration de ce produit consistait à acheter un produit dérivé avec 80% du capital qui payait 100% souvent huit ans plus tard. Les 20% restants du capital initial était investis en *hedge funds*, qui avaient le droit de le perdre complètement.

l'entreprise et son fonds n'était pas commercialisé. Le futur commercial des *hedge funds* institutionnels était ainsi incertain et certains acteurs disaient qu'il s'agissait d'une « mode ».

D'autres, par contre, considéraient que l'« exploration » était nécessaire dans le cadre d'une redéfinition de la stratégie d'investissement de la gestion de fonds pour tiers, après que la gestion classique ait été mise en crise par l'explosion de la bulle Internet. Théodore de Lancry, qui dirigeait la section des *hedge funds* investissant en convertibles au Département Structuré d'Acme, m'expliquait en entretien : *« Je crois que ça va se développer, mais je crois que ça va se développer d'une façon différente de celle que l'on a vue. Et en ce sens j'ai grand espoir pour notre maison : Acme n'a jamais été présent... euh… on est présent dans le métier des* hedge funds*, mais on n'y est pas reconnus.* […] *On pourrait considérer qu'on a en pur* hedge fund*, quel que soit le niveau considéré de risque du* hedge fund*, hein, on pourrait considérer* […] *qu'on est aux alentours d'un milliard et demi. Donc c'est à la fois gros et petit.* […] *Mais la tradition du* hedge fund*, très agressif, qui va chercher du* return[614] *même s'il a beaucoup de volatilité, ce qui n'a jamais gêné donc, dans la construction de portefeuille parce, comme il est très volatile, mais décorrélé, il apporte une énorme valeur en allocation d'actifs, et il baisse même la vole[615] de l'allocation d'actifs, donc les fonds de fonds étaient très intéressés, et évidemment les* high net worth[616]*, fondations, etc., ils étaient tous hyper intéressés parce que eux ce qu'ils veulent c'est du* return*. Ben, cette partie-là, on l'a ratée ! D'abord, ça a démarré avant 98, avant la période 94-97, qui est quasiment la période de création d'Acme, donc euh… c'est pas la peine de se voiler la face, on n'a pas été présents, il y a des gens qui sont beaucoup beaucoup plus gros, on n'a pas un très très gros fond en référence, c'est tout. Moi, par exemple, ce que j'ai monté sur les convertibles, on est parti de 50 millions et ça vaut aujourd'hui, euh… il y en a pour 800 millions à peu près, donc c'est bien mais c'est petit, même à l'échelle d'Acme, donc ce n'est pas encore grand chose. En fait, on sera près pour la deuxième révolution. Donc la première, c'est l'existence même, les* hedge funds *ne datent pas d'hier, mais disons l'existence même des* hedge funds*, il y a quinze ans, là on l'a complètement, on est complètement passés à côté. Par contre je pense qu'on sera prêts pour la deuxième partie, la deuxième partie, c'est celle où les institutionnels vont acheter des* hedge funds*. Et, contrairement à ce qui a été fait jusqu'à présent, je ne pense pas qu'ils viennent pour les raisons qui les ont fait venir il y a quelques années ».*

[614] « Profit ».
[615] Abréviation de « volatilité ».
[616] Littéralement « haute valeur nette », cette expression se réfère aux *high net worth individuals*, les personnes très fortunées.

Les raisons des grandes institutions de « faire du *hedge fund* »

Les fonds de fonds indépendants se positionnaient comme intermédiaires entre une multiplicité de *hedge funds* difficiles d'accès et des investisseurs appartenant à une « élite ». En même temps, l'organisation de l'investissement en fonds de fonds permettait aux fournisseurs de fonds d'éviter certaines des caractéristiques des *hedge funds* qui les situaient en position de force. Ainsi, le *lock-up*, la taille du *« ticket d'entrée »* et la pénalité à la sortie anticipée étaient prises en charge par le fonds de fonds, qui lissait les coûts et les délais pour tous ses clients. Le fonds de fonds pouvait par ailleurs décider d'entrer dans un *hedge fund* avant qu'il ferme, sans nouvelle entrée de capitaux correspondante, grâce à des provisions propres. Les clients pouvaient ainsi bénéficier d'une *« liquidité »* plus importante que celle qu'offraient les *hedge funds*. Par ailleurs, le fonds de fonds apportant des montants plus importants que chaque client particulier, il pouvait mieux négocier avec chaque gérant les termes du contrat d'investissement.

Le fonds de fonds développé à Acme, avec 450 millions d'euros sous gestion à l'époque de mes observations, avait les mêmes caractéristiques et les mêmes types de clients que les fonds de fonds indépendants. En même temps, il se projetait dans l'horizon commercial d'une grande entreprise de gestion de fonds pour tiers. Son gérant, Fabien, m'expliquait que son travail était en partie exploratoire, pour intégrer progressivement les *hedge funds* à l'allocation générale d'actifs, ce qui avait été une des raisons de conflit entre Nicole et Fernand à l'origine de la création du Département Structuré, auquel appartenait le fonds de fonds. De ce point de vue, il considérait les *hedge funds* indépendants dans lesquels il investissait sur le même plan que les *hedge funds* établis au sein d'Acme, comme par exemple ceux de la section dirigée par Théodore de Lancry. Les « raisons » d'investir dans des *hedge funds* étaient, comme le disait ce dernier, différentes de celle des fondations et des grandes fortunes, voire de quelques institutions, comme celles qui avaient investi dans LTCM : il ne s'agissait plus d'investir une partie de son capital dans un actif risqué mais avec des revenus importants. Il s'agissait de développer une gamme de produits, intégrés à part entière dans l'allocation d'actifs et commercialisables pour les grands clients de la gestion de fonds pour tiers.

Le développement des *hedge funds* au sein des grandes institutions était censé répondre à cet objectif. Du fait des restrictions légales à l'établissement des *hedge funds* en France, les grandes institutions semblaient être les seules à pouvoir les développer. Les fonds étaient inscrits comme des entreprises privées à la bourse de Dublin. L'investissement se faisait comme le simple achat d'actions cotées en bourse, les revenus pour l'investisseur

apparaissant comme des dividendes. Par ailleurs, ces fonds étaient souvent créés avec d'anciens employés de l'entreprise, des *traders* ou des gérants, sans contacts particuliers dans les milieux des *hedge funds* ou des fonds de fonds indépendants. Leur commercialisation était parfois inexistante et une partie importante des fonds sous gestion étaient des fonds propres aux entreprises qui les créaient. Les « raisons » de cet investissement étaient d'explorer des techniques d'investissement et de créer une expertise interne qui permette, le moment venu, de proposer des produits aux clients traditionnels de la gestion de fonds pour tiers.

Les fonds de fonds indépendants s'inscrivaient, dans les entretiens, dans la « tradition » des *hedge funds* qui correspondait à l'imaginaire que j'ai décrit dans le chapitre précédent. En même temps, en intégrant des dizaines de *hedge funds* dans un investissement d'ensemble, ils les approchaient d'une manière similaire à celle des grandes institutions qui développaient des fonds de fonds et des *hedge funds* propres. Il s'agissait, dans tous ces cas, d'établir des méthodes de comparaison entre *hedge funds* afin de les distinguer et de les évaluer. Les *hedge funds* devenaient de cette manière eux-mêmes des objets d'investissement. L'importance de l'évaluation relative des *hedge funds* pour tous ces acteurs posait la question de leur évaluation fondamentale. La tension entre l'imaginaire d'un *hedge fund* innovant et donc unique, dépendant des capacités de son gérant, et celui d'un *hedge fund* comparable à d'autres au sein d'un ensemble, une « classe d'actifs », organisait les possibles de l'institutionnalisation des *hedge funds*, dans lesquels s'inscrivaient, comme on le verra, les membres de Hedge Consulting.

2) L'évaluation instituée des *hedge funds*

Qu'il s'agisse des fonds de fonds indépendants, institutionnels, ou des *hedge funds* intégrés dans des entreprises de gestion de fonds pour tiers, les *hedge funds* étaient problématisés à partir des approches de la valeur que j'ai analysées dans la première partie de ce texte. Il s'agissait de standardiser la valeur fondamentale des *hedge funds* pour les définir comme « classe d'actifs », dont les rendements seraient stables par rapport à un taux « sans risque », dans une approche de l'investissement proche de l'allocation d'actifs par diversification. Ceci s'accompagnait d'une limitation de la « liberté » des gérants de *hedge funds* qui les distinguait de l'imaginaire que j'ai décrit dans le chapitre précédent.

Les hedge funds *comme objet d'investissement*

Pour les fonds de fonds indépendants et les grandes entreprises de gestion de fonds pour tiers, les *hedge funds* étaient des objets d'investissement abordés selon la logique de diversification de l'allocation de fonds parmi des classes d'actifs. Les gérants de fonds de fonds expliquaient en entretien comme une évidence qu'ils établissaient des classes à l'intérieur des *hedge funds*, à partir des actifs dans lesquels investissaient les gérants et de leurs stratégies. Les actifs financiers étant les mêmes que pour la gestion classique, les *hedge funds* étaient distingués d'abord selon qu'ils investissaient en obligations, en actions, en ABS, en convertibles, en matières premières, etc., un type de *hedge fund* spécifique, appelé « *Global Macro* », étant distingué du fait qu'il était susceptible de faire des arbitrages entre des actifs différents dans le monde entier selon l'occasion, ce qui était censé être la spécialité de personnes comme Georg Soros. Ces différentes classes étaient ensuite divisées selon les stratégies. Pour ne prendre que l'exemple des actions cotées, il pouvait y avoir des *hedge funds « long/short fundamental »*[617], *« distressed »*[618], *« merger & acquisition »*[619], *« long/short quant »*[620], entre autres.

Cette classification permettait de distinguer les *hedge funds* et de les regrouper en secteurs. Les gérants de fonds de fonds expliquaient que cela se rapprochait de *« considérer les* hedge funds *comme des actions cotées classiques »*, à partir d'une analyse fondamentale. Les *hedge funds* étaient analysés à partir de leur stratégie d'investissement, des qualités personnelles du gérant, des moyens techniques à sa disposition et de ses performances passées. Ceci devait permettre d'établir une perspective sur les gains futurs. Sans que les *hedge funds* soient l'objet d'une analyse avec actualisation des flux futurs, comme les actions avec les DCF, l'allocation les intégrait dans une approche selon laquelle ils avaient une valeur fondamentale et, à partir des classes d'actifs et des stratégies, une valeur relative. Ceci supposait de définir des standards, ce qui s'agençait de manière problématique avec l'imaginaire du *hedge fund* comme lieu d'innovation libre permettant une meilleure *« création de valeur »*.

La difficile définition des hedge funds *comme « classe d'actifs »*

Comme je l'ai décrit dans le chapitre précédent, les *hedge funds* étaient en partie définis de manière négative par leur rejet plus ou moins affiché de l'hypothèse de

[617] Avec une stratégie *long/short* basée sur l'analyse fondamentale des entreprises.
[618] Spécialisés dans les entreprises près de la faillite et dont la restructuration, en cas où elle serait couronée de succès, pourrait faire augmenter fortement le prix de l'action.
[619] Spécialisés dans les fusions et acquisitions, qui peuvent faire augmenter ou chuter les prix fortement. Cette stratégie suppose généralement une analyse fondamentale et peut intégrer la vente *short*.
[620] Avec une stratégie *long/short* basée sur l'analyse statistique des historiques des prix.

l'« efficience des marchés », qui définissait une gestion « classique », basée sur des indices de référence à partir desquels l'investissement était diversifié dans une approche de *buy and hold*. Cette définition négative correspondait littéralement à l'appellation de « gestion alternative » avec laquelle les *hedge funds* étaient intégrés dans les institutions de gestion de fonds pour tiers. Dans cette logique, les *hedge funds* étaient comparés aux indices des actifs dans lesquels ils investissaient et étaient dits *« décorrélés »* de l'indice. La *« performance absolue »* n'était possible que grâce à cette *« décorrélation »* qui faisait que le *hedge fund* pouvait gagner de l'argent que les *« marchés »*, c'est-à-dire ici les performances des indices de référence, baissent ou montent.

En 2003 et 2004, pendant mes observations, ces termes étaient souvent mobilisés pour développer des arguments concernant les évolutions contrastées des marchés des actions, avec la bulle Internet de 1996 à 2000 et son explosion subséquente. Les fonds « classiques », comme ceux qui étaient gérés par Yves, qui à cette époque n'était pas gérant à Acme mais dans une banque suisse, avaient *« suivi »* les indices. Il m'expliquait son attitude comme un effet de l'organisation du travail dans les entreprises de gestion de fonds pour tiers : *« le problème c'est que les gens qui étaient pas d'accord, et bien en général, ils perdaient leur boulot, hein, s'ils étaient en dehors des boîtes Internet, en 99-2000, début 2000, ils cassaient leur* track record*, en trois mois c'était fini pour trois ans. C'est ça, ça se réduisait à ce niveau-là, hein. Et ben voilà, un an après, ça a commencé à corriger, deux ans après ils étaient des héros, trois ans après ils avaient…* […] *moi j'ai, j'ai pas euh… j'ai pas été un héros hein, je veux dire, j'ai accompagné la bulle »*. Les *hedge funds* étaient censés avoir évité la chute. Cependant, de nombreuses personnes disaient en entretien ce qu'on pouvait aussi retrouver dans des documents d'analyse publiés par différentes entreprises : les *hedge funds* investissant en actions avaient eu des performances qui, tout en ne suivant pas les indices de manière aussi précise que les fonds « classiques », avaient été bonnes pendant la bulle et mauvaises après son explosion. Ils étaient donc moins « décorrélés » que ce qui avait été attendu d'eux. Cette problématique était très présente lorsqu'il s'agissait de définir la valeur fondamentale des *hedge funds* afin de les intégrer dans une logique d'allocation d'actifs propre aux grandes entreprises de gestion de fonds pour tiers.

Fabien, d'Acme, m'expliquait en entretien qu'il avait travaillé avec Nicole avant la création du Département Structuré et qu'il était plus intéressé par le travail d'analyse statistique effectué à l'Allocation que par la gestion d'un fonds de fonds. Il me disait avoir arrêté ses activités de *trader* dans une grande banque parce que, selon un argument proche de celui de Nicole, *« en fait je ne supportais pas le stress du marché* […] *L'allocation, c'est*

intéressant parce que, même si c'est de moins en moins vrai, t'as des visions de long terme, t'as… ben, le problème c'est que le métier que je cherche, il n'existe plus. Le métier que je cherche, c'est vraiment avoir une allocation de long terme et pouvoir ne pas être soumis aux aléas du marché à deux mois quoi ! ». Sa réflexion sur les *hedge funds*, pour lesquels il était en train de développer l'investissement depuis deux ans à Acme, s'intégrait dans une approche d'allocation générale d'actifs. Comme Nicole, avant la restructuration, il m'expliquait que Fernand, directeur de l'Allocation, *« n'avait pas le niveau »* et n'intégrait pas les *hedge funds* comme classe d'actifs. Il remarquait qu'il était difficile en même temps de le faire, du fait qu'il n'y avait pas de séries temporelles longues qui puissent être intégrées dans un calcul statistique. Cependant, du fait des discussions sur les performances des *hedge funds* investis en actions pendant la bulle Internet et après, il ne considérait pas que les termes de *« performance absolue »* et de *« décorrélation »* permettaient d'évaluer les *hedge funds* : *« l'alternatif, avant toute chose, pourquoi ça… pourquoi c'est… ça se vend comme décorrélé des marchés ? c'est avant tout parce que, en fait, le vrai terme ne devrait pas être « décorrélé », ça devrait être « dissymétrique ». En gros, les stratégies alternatives ne sont pas vraiment décorrélées : quand les marchés baissent beaucoup, elles marchent pas très bien, quand les marchés montent, elles marchent mieux. Par contre, ce qui se passe, c'est qu'elles sont dissymétriques, parce que quand les marchés baissent beaucoup, elles perdent un peu, pas beaucoup, et quand les marchés montent, elles gagnent de l'argent, vraiment ! donc c'est plutôt ça qui crée de la valeur, dans l'alternatif »*.

Dans cette approche, les *hedge funds* sont définis par quelque chose qu'ils auraient en commun, une « valeur fondamentale » qui ferait qu'ils « créent de la valeur ». Comme les ABS ou les actions, ils seraient définis par une activité économique qui leur serait propre et en même temps qui leur serait commune à tous. Cette activité serait définie comme leur rapport *« dynamique »* voir *« décorrélé »* avec les *« marchés »*, c'est-à-dire avec les indices de référence. Elle permettrait de les stabiliser comme classe d'actifs, comparable aux autres classes comme les actions et les obligations, de les intégrer de ce fait à part entière dans l'allocation d'actifs et de les proposer comme produit distinct à des clients potentiels. A l'époque de mes observations, cette problématique était en partie articulée par l'existence d'indices de *hedge funds* produits par différentes entreprises. Ces indices distinguaient la classe des *hedge funds* et des sous-groupes selon les actifs et les stratégies. Comme pour les actions, ils synthétisaient les performances des *hedge funds*, généralement mensuelles, sur un terme plus ou moins long. Les gérants de fonds de fonds indépendants, ainsi que Fabien et des gérants de *hedge funds*, remarquaient qu'ils utilisaient ces indices pour comparer les

performances d'un fonds particulier. Ils servaient ainsi de référence commune. Cependant, de nombreuses critiques méthodologiques les mettaient en cause, avec des arguments proches de celles qui touchaient les autres indices boursiers[621]. Le premier grief était le fait que les *hedge funds* n'étaient pas un actif *« liquide »*, c'est-à-dire dans lequel on pouvait investir ou désinvestir immédiatement. Les *« bons* hedge funds *»* étaient par ailleurs généralement déjà *« fermés »*. S'ils étaient inclus dans l'indice, ils biaisaient sa représentativité, puisque leurs performances n'étaient pas accessibles pour les investisseurs qui prenaient l'indice comme référence. S'ils n'étaient pas inclus dans l'indice, celui-ci ne devenait représentatif que des fonds moins performants. Comme les meilleurs fonds n'étaient pas censés avoir du mal à trouver des clients, du fait de leur position de force, il était peu probable qu'ils acceptent de déclarer leur propre existence à une entreprise produisant des indices, et encore moins leur stratégie et leurs performances mensuelles. Par ailleurs, la *« vie »* des *hedge funds* pouvait être *« très courte »*, deux ou trois ans, dans les cas où leur stratégie ne donnait pas de bons résultats. Les indices donnaient ainsi une vision lissée d'une population qui était probablement constamment en changement, et ne pouvait donc pas être représentée sur le long terme. Comme je l'ai indiqué en première partie, cet argument peut se poser avec tous les indices boursiers. Le fait que les *hedge funds* soient souvent « fermés » ou qu'ils disparaissent en quelques années sans aucune publicité exacerbait le problème méthodologique.

La tentative de constituer des données représentatives d'une classe s'inscrivait dans une stratégie commerciale visant à proposer des *hedge funds* comme « produits » financiers parmi d'autres, comme les SICAV investies en actions ou les assurances vie. En entretien, Fabien et Théodore, qui travaillaient dans le même département au même étage mais sans développer des projets ensemble, tentaient d'imaginer comment les *hedge funds*, comme c'était le cas pour les actions, pouvaient être comparés à un taux « sans risque », celui des obligations « à long terme » et intégrés dans les offres plus classiques de la gestion de fonds pour tiers. Fabien me disait : *« l'alternatif, ça ne donnera plus 15% par an, ça donnera du 7-8% par an, mais ma foi, c'est pas mal ! Mais il faut arrêter de viser des trucs époustouflants. Je dirais même, je pense que ça va devenir comme ça, que ça va finir en* cash *+, l'alternatif,* cash *++, mais, en gros, Libor +4*[622] *et que t'auras du mal à avoir plus que Libor + 4 avec les*

[621] Cf. Amenc, N., Vaissié, M., 2003, *Quels indices pour la gestion alternative ?*, EDHEC Business School, Lille, document en ligne, 26 p. Ce thème est traité dans de nombreux articles de recherche publiés par les chercheurs de cette école de commerce, cf. http://www.edhec-risk.com/research_news/choice.

[622] L'expression « cash ++ » indique une performance supérieure, plus ou moins légèrement, aux taux du « marché monétaire », c'est-à-dire des prêts interbancaires à court terme, comme le Libor. Ces titres de dette

encours qui arrivent. Mais les institutionnels ils sont vachement contents avec Libor + 4. Les particuliers, ils vont être déçus, mais les institutionnels, en général, Libor + 4, ça leur va très bien ! Aujourd'hui, qu'est-ce qui donne Libor + 4 ? L'obligataire ? ça n'en parlons même pas ! Tu peux espérer, les actions, mais c'est vachement plus volatile. Donc en gros, tu peux espérer la perf du coupon de l'obligataire, sans risque sur le capital, ou un peu plus, mais voilà.[…] *C'est illusoire de croire qu'il y a des marchés qui vont faire du 15% par an tous les ans, c'est physiquement, c'est financièrement pas possible. Donc il y aura de bonnes années et des mauvaises années et en moyenne, la moyenne, elle ne sera pas à quinze, elle sera à sept, la moitié !* […] *Là où tu vas avoir de vraies désillusions, c'est chez ceux qui sont restés dans le* trip *: « l'alternatif c'est totalement décorrélé, ça fait 1% par mois que les marchés montent ou qu'ils baissent », ceux-là, ils vont vite voir que ce n'est pas le cas, et ils risquent de sortir. Les gens qui ont compris que c'était une méthode de gestion, qui, pour certaines périodes, pour certaines conditions de marché, avaient un certain intérêt, et ben, ils resteront »*. Avec une vision statistique de l'évolution des prix, qui ne peuvent pas monter indéfiniment, Fabien inscrit les *hedge funds* dans des performances « classiques » des calculs de l'allocation. Comme on l'avait vu dans la première partie, 7% est le chiffre censé reproduire l'écart entre les actions et le taux « sans risque », établi à 1%. L'idée que les *hedge funds* produisent une performance stable par rapport au taux « sans risque », du *« Libor + 4 »*, sans aucun lien précis avec la multiplicité des actifs et des stratégies d'investissement, s'inscrit dans cette même logique.

C'est à partir de cette définition d'une valeur « fondamentale » des *hedge funds* par rapport au taux « sans risque » et aux autres actifs financiers que Théodore développait, en entretien avec moi, une stratégie commerciale autour des *hedge funds*. Comme dans le discours de Fabien, il ne s'agissait pas du passé mythique de la *« performance absolue »* et des hauts revenus, mais d'une classe d'actifs parmi d'autres, avec des caractéristiques spécifiques qui faisaient qu'elle entrait dans la logique de diversification propre à l'allocation d'actifs. Il m'expliquait qu'alors que les statistiques sur les *hedge funds* n'étaient pas fiables, Acme devait utiliser son expertise pour bien choisir des gérants et *« créer des produits qui sont pas très agressifs, qui vont faire du 7-8%, 6… 6-8% de rendement, mais avec moins de vole. Et finalement, quand je vais regarder ça, ce qui va m'intéresser, c'est la régularité du profil. Donc je vais monter sûrement mais doucement, avec la base de 6-8% avec euh… 3% de vol, on va dire. Et ça, dans le temps. Et parce que ça va être dans le temps, et parce que ça*

---

sont appelés « *cash* », « argent liquide », du fait qu'ils sont censés être facilement vendables et transformables en monnaie. L'expression « Libor + 4 » indique 4% de plus que le Libor. Si celui-ci est à 3,2%, Libor + 4 = 7,2%.

va être récurrent, et parce que justement je vais construire pour éviter l'un des gros risques qu'il y a dans les hedge funds*, c'est-à-dire le risque de la queue de distribution atypique et qui* jumpe[623] *très fort d'un seul coup, où donc en fait j'ai un fonds où d'un seul coup, le fonds qui marchait bien, il perd 30% d'un seul coup, etc. etc…. Tous ces éléments-là, qui sont liés à la capacité de prendre du* leverage *trop fort, à la capacité de ne pas se remettre en cause, aux techniques mêmes utilisées, ben moi en fait, je veux éviter, je me donne cette contrainte-là. Et donc je rentre dans une monde dans lequel, si je me donne ces contraintes pour éviter ces à-coups, ben, je vais forcément avoir moins de* pick-up[624]*, avoir moins de* return*. Et finalement, je vais avoir un profil assez proche d'un profil obligataire. Si je fais du 6 de rendement avec 3 de vol, je suis dans une dimension obligataire* […] *ça veut dire qu'on peut attirer des capitaux non pas de la poche* risky assets[625]*, mais de la poche obligataire.* […] *Les montants sont colossaux !* […] *La seule chose c'est que c'est pas le* hedge funds *à l'américaine où je vais être* leveragé *cinq fois et où je vais essayer de faire le marché. Je vais être avec des techniques de* hedge fund*, avec le contrôle de risques de type* asset manager[626]*, donc très stricte, très fort, et je vais rentrer dans ce profil-là. Et là c'est* big money[627]*, on parle de* big money *potentielle, de gros fonds !* […] *C'est la même culture, ça peut être les mêmes équipes, mais c'est des produits différents, en fait ».*

Pour penser les *hedge funds* comme une « classe d'actifs » avec un rendement et une volatilité spécifiques et stables dans le temps, Théodore et Fabien développent une argumentation qui remet en cause, en partie, l'imaginaire que j'ai décrit dans le chapitre précédent. Lorsque j'ai dit à Théodore que son projet donnait plus d'importance au *process* qu'à la personnalité du gérant, il m'a répondu que c'était *« un mélange des deux »*. Ce mélange supposait de nombreux contrôles de la stratégie du gérant, qui se retrouvaient autant dans les approches de fonds de fonds que dans les *hedge funds* développés au sein des institutions. Il s'agissait de standardiser ce dont les *hedge funds* étaient capables afin de les proposer comme un produit spécifique à une clientèle institutionnelle, qui elle-même devait comprendre son investissement dans une logique de diversification dans l'allocation d'actifs.

Les hedge funds *comme produit institutionnel*

[623] Anglicisme pour dire « saute ». L'expression « queue de distribution atypique » indique le fait que les variations de la performance peuvent avoir des acoups forts sans relation statistique avec leurs évolutions historiques sur le long terme.
[624] « Montée ».
[625] « Actifs à risque ».
[626] « Gérant d'actifs ».
[627] « De gros montants ».

Pour investir dans un *hedge funds*, le gérant de fonds de fonds devait en développer une connaissance personnelle, à la fois de la stratégie employée et de la bonne foi commerciale du gérant du *hedge fund*. Ceci éliminait les ambivalences des *hedge funds* décrites dans le chapitre précédent concernant la liberté organisationnelle et d'évaluation.

Fabien m'expliquait qu'il vérifiait la structure commerciale du *hedge funds*, qui étaient ses *brokers* et les banques qui géraient les transactions et ses comptes, en appelant le gérant, lui envoyant des e-mails et en allant *« le voir dans son bureau »* pour *« voir comment il travaille »*. Si sa stratégie et sa personnalité lui convenaient, ce qui était *« très subjectif »*, il acceptait d'investir dans le fonds. La connaissance de la « personnalité » du gérant de *hedge fund* pouvait être plus approfondie que celle d'un employé au moment de l'embauche : *« Normalement, si t'es investi chez lui, tu le connais un petit peu. Tu l'a vu plusieurs fois, t'es allé chez lui plusieurs fois* […] *Le plus tu le connais, mieux c'est. Par exemple, pour les gérants américains, ça on ne peut le faire qu'aux Etats-Unis, enfin, facilement, que aux Etats-Unis, avant d'investir dans une boîte, si on ne connaît pas le gérant, si on veut investir dans une petite boîte, on paye une société qui s'appelle* Back Track*, qui est une société d'enquêteurs privés, et qui vont aller voir toutes les coupures de journaux correspondant au mec, qui vont aller voir tous les jugements qui ont été rendus contre lui. Et tu sais qu'aux Etats-Unis c'est assez facile, avec le numéro de sécurité sociale, ou le nom et l'adresse du mec, t'as accès à tous les trucs juridiques : son divorce, la garde de ses enfants, est-ce qu'il n'a pas payé ses impôts, est-ce que… Donc tu connais des choses de sa vie intime, parce qu'elles sont publiques. Ben ça, on le demande systématiquement pour les gérants américains. Donc je sais si le gérant il… c'est pas ce que je cherche à savoir, mais je sais quels ont été tous ses problèmes juridiques : un divorce, un remariage, un … et tout ça, parce que je veux savoir si le type a déjà été condamné par quelque chose de grave. Si c'est juste parce qu'il a paumé un feu rouge, bon… mais si c'est que tu vois que régulièrement il est débiteur dans sa carte bleue, qu'il a pas payé ses impôts, qu'il a été condamné même pour une broutille de 2000 dollars par la SEC pour manipulation de marché… quand-même quoi, ça fait beaucoup à force ! ».*

La liberté de gestion du gérant pouvait ainsi être accompagnée d'un contrôle poussé de sa vie intime. Elle était par ailleurs limitée du point de vue de la stratégie d'investissement[628].

[628] Ceci rapprochait les *hedge funds* des contrôles exercés sur les *traders*, tels que les décrit Caitlin Zaloom dans *Out of the Pits*, *op. cit.*

D'une part, la liberté d'innovation du gérant de *hedge fund* était limitée du fait qu'il ne lui était pas permis de changer facilement de stratégie. L'inscription de chaque *hedge fund* dans une sous-classe selon la logique de la diversification dans l'allocation d'actifs supposait que les gérants de *hedge funds* déclarent leur stratégie et soient plus ou moins prêts à la prouver, en levant le secret sur les transactions qu'ils avaient effectuées. Les gérants de fonds de fonds disaient qu'il fallait *« savoir faire confiance »* et ne pas *« vouloir tout savoir »*, tout en ayant besoin de classer chaque stratégie. Cependant, ceci limitait la capacité du gérant à changer. Fabien, m'expliquait ainsi : *« ça dépend de la raison qui les pousse à changer. Si c'est très opportuniste, comme les* Global Macro*, qui disent : « ben, je faisais beaucoup de* commodities*, parce que les* commodities *ça marchait bien, mais maintenant c'est fini, je vais faire autre chose », je trouve que ça fait partie de leur… de leur travail. Mais inversement un gérant qui faisait de l'arbitrage sur des fusions et acquisitions, il voit le marché pas porteur, il dit : « tiens, je vais faire du* distressed *», ben : « est-ce que t'as les équipes pour faire du* distressed *? Est-ce que tu connais le marché du* distressed *? » Si oui, s'il a embauché les équipes, que les mecs sont bons, très bien ! Si il dit : « ben, je fais juste ça parce que je sais pas quoi faire d'autre et mon marché il est sinistré », je m'en vais* […] *il va pas me le dire comme ça, mais en pratique, si on voit que l'équipe n'a pas bougé et qu'il n'avait jamais fait ça avant, c'est ce que je vais comprendre. Donc le changement de style, le changement d'activité, n'est pas un problème en soi. C'est un problème si un, je ne le sais pas, je n'admets pas qu'un gérant change sans me le dire, parce que quand même il y a une relation de confiance et deux, c'est un problème si le gérant n'a pas de capacité à gérer sa nouvelle stratégie. ».*

Par ailleurs, sa stratégie devait correspondre aux critères du *« contrôle des risques »*, notamment sa capacité à limiter ses pertes réelles ou potentielles, en limitant l'étendue de ses paris sur l'évolution des prix. Ce contrôle était dû, en partie, au fait que Fabien devait valider chaque investissement dans un *hedge fund* avec ses supérieurs hiérarchiques, l'inscrivant ainsi dans les critères propres à Acme. Il remarquait que ceci était néanmoins bénéfique parce que ça permettait d'éviter les grandes pertes qu'avaient connues des fonds comme LTCM. Il m'expliquait, par exemple, qu'il vérifiait que les *hedge funds* n'investissaient pas des sommes trop importantes dans des produits peu liquides, qu'ils étaient capables de vendre lorsque les pertes avaient atteint un certain seuil. Si le gérant ne respectait pas ces critères, il vendait ses parts du fonds. Cette pression sur le gérant était selon Fabien *« une professionnalisation »*.

L'intégration des *hedge funds* indépendants dans la logique d'investissement des fonds de fonds, qu'ils soient indépendants ou qu'ils appartiennent à de grandes institutions de

gestion de fonds pour tiers, impliquait une série de limites à la « liberté » qui était censée les caractériser, à la fois dans la définition de leur stratégie, dans la capacité à la changer, et même dans la manière de gérer leur vie privée. Si les *hedge funds* acceptaient ces conditions, c'était, selon les gérants de fonds de fonds, du fait que ces derniers investissaient de grandes sommes. Ces limites étaient pratiquement les mêmes que celles qui s'appliquaient aux *hedge funds* établis au sein des grandes institutions financières. Comme l'expliquait Théodore, dans ces institutions, le levier et les paris sur l'évolution des prix devaient être limités, pour accéder à des profils de rendement et de volatilité vendables à des clients institutionnels. Par ailleurs, la commercialisation des fonds et la gestion de leurs besoins logistiques étaient réalisées par l'entreprise qui les hébergeait. Pour le gérant de *hedge fund* institutionnel, ceci pouvait supposer de disposer plus de temps pour se consacrer à la recherche de nouvelles idées d'investissement. En même temps, cela rompait avec l'imaginaire de l'entrepreneur indépendant qui investissait son propre argent. Notamment, les revenus du gérant devaient être « partagés » avec son entreprise. Le *hedge fund* était alors orienté, comme le disait clairement Théodore, à être un produit de plus, développé par un employé de l'entreprise, sans les ambivalences possibles des fonds indépendants.

Cette évolution pouvait être appréciée par les gérants de *hedge funds* pour ces mêmes raisons. Armand, ancien *trader*, était gérant avec deux autres collègues à Acme d'un *hedge fund* investissant à très court terme dans les marchés de produits dérivés de matières premières, comme les gérants du *hedge fund* indépendant HFF que j'ai décrit plus haut. Contrairement à ces derniers, il m'expliquait en entretien que l'appartenance à une grande entreprise était un atout pour le développement de ses techniques d'investissement : *« Les clients, c'est euh… il y a un peu de clients institutionnels, qui veulent peut-être une petite pincée d'alternatif dans leur investissement et puis euh… ça peut être des compagnies d'assurance ou ça peut être euh… il y a aussi pas mal de clients privés.* […] *On a quelqu'un qui est à Londres, qui n'est pas dans l'équipe, qui fait la vente, un peu pour tous les produits alternatifs. On fait cette activité en liaison avec cette personne, soit les équipes commerciales présentes ici, distributeurs institutionnels, donc on s'appuie sur eux, donc on voit des clients avec eux, on apporte un support à leur propre stratégie de distribution pour la France, et pour l'étranger, c'est fait avec Londres. Donc en fait nous on vient appuyer, participer des euh… bon souvent c'est un type de gestion où le client souhaite voir le gérant. Donc on vient un peu appuyer les efforts commerciaux qui existent à certains endroits, on ne fait pas notre propre prospection, ce qui a pas de sens dans un groupe comme Acme.* […] *Nous on souhaite pas créer des problèmes en plus aux équipes commerciales existantes, avoir un client qui est*

peut-être client d'un secteur déjà, ici, ça ferait un peu désordre. […] *On est venu chez Acme pour s'appuyer aussi sur Acme.* […] *Il y a un choix* […] *on a souhaité de venir dans un groupe* […] *pour ne pas avoir à développer l'ensemble des parties qu'il faut développer, ça peut être le contrôle des risques, ça peut être le* middle office*, ça peut être euh… ça peut être beaucoup de choses. En fait, on a voulu se concentrer sur la gestion. Ce qui ne nous empêche pas de faire de gros efforts pour aider tous les commerciaux, ben voilà, c'est un choix.* […] *Nous on était plus attirés par le métier de gérant que par le métier de vendeur ! Donc, c'est un choix* […] *on pense* […] *qu'il va y avoir progressivement euh… disons que les clients vont de plus en plus apprécier d'être traités par de grandes structures et toute la sécurité que ça va engendrer. Ça va se faire au détriment des petites boutiques ».* Armand reprenait à son compte l'élimination des ambivalences organisationnelles des *hedge funds* pour considérer qu'elles lui permettaient de mieux développer ses stratégies d'investissement. La « gestion alternative » devait ainsi permettre une meilleure innovation que la situation décrite dans l'imaginaire des *hedge funds* indépendants.

Les *hedge funds* institutionnels et ceux qui pouvaient constituer un objet d'investissement pour les fonds de fonds connaissaient des « limites » à la « liberté » d'innovation qui constituait l'imaginaire des *hedge funds* indépendants. Ces limites concernaient le rapport aux clients et à une hiérarchie organisationnelle ainsi que des paris que pouvaient faire les gérants sur l'évolution des prix et la flexibilité avec laquelle ils pouvaient changer de stratégie d'investissement. Les *hedge funds* étaient stabilisés comme produits financiers, intégrables dans une « classe d'actifs », qui devait pouvoir être comparable de manière stable dans le temps à un taux « sans risque », le Libor, pour être comprise dans une stratégie d'allocation d'actifs. Cette tentative de standardisation de quelque chose dont la spécificité était censée être son caractère unique demeurait labile, comme le montre le caractère visiblement arbitraire de la définition de leur rendement à long terme, le louvoiement entre des notions comme *« décorrélation »* et *« dissymétrie »* ou encore l'idée, défendue par Théodore, que les *hedge funds* seraient intéressants pour les investisseurs qui cherchent les actifs les plus stables, c'est-à-dire les obligations. Cependant, l'institutionnalisation des *hedge funds* posait clairement leur intégration dans une manière d'évaluer propre aux institutions financières, à partir d'une valeur fondamentale, une valeur relative, un taux « sans risque » et un « investisseur libre », dont le gérant du *hedge fund* dépendrait, la valeur spéculative étant pour l'instant irréalisable, du fait qu'il n'y avait pas de « marché des *hedge funds* », même si leur inclusion dans un indice tendait à le constituer. Ce

processus à la fois mobilisait et mettait en cause l'imaginaire des *hedge funds* décrit dans le chapitre précédent, ce qui rendait l'institutionnalisation elle-même problématique. L'élimination des ambivalences constitutives des *hedge funds* indépendants pouvait être comprise comme une manière de les faire disparaître.

3) Les possibles de l'innovation des *hedge funds* dans un espace fragmenté

L'institutionnalisation des *hedge funds*, selon les acteurs qui y participaient, les transformait au point de les déconnecter de l'imaginaire d'indépendance qui était censé les définir. Cette transformation constituait un espace des possibles de l'innovation financière qui, contrairement à l'imaginaire décrit dans le chapitre précédent, ne s'organisait pas autour d'une figure unique et ambivalente, celle du gérant indépendant, mais restait fragmentaire, avec des tension et des contradictions.

L'institutionnalisation et la « disparition » des hedge funds

Théodore remarquait que l'établissement des *hedge funds* au sein d'une grande entreprise comme Acme annulait la liberté de *« réaction aux marchés »* qu'ils partageaient avec les *traders* des grandes banques. Il m'expliquait que puisque le gérant s'était engagé avec ses clients institutionnels à appliquer un *process*, tout changement de stratégie d'investissement supposait d'établir un nouveau contrat. Ceci créait une *« inertie »* qui faisait que parfois le changement n'était pas envisageable, parce que l'opportunité perçue par le gérant était souvent déjà passée avant qu'il ait pu redéfinir son *process* avec ses clients. L'institutionnalisation, avec les limites qu'elle imposait à la liberté du gérant, touchait ainsi directement à sa capacité à « créer de la valeur ». Un phénomène que Fabien comprenait comme le fait que *« l'observation tue la performance »*.

Par ailleurs, la *« qualité »* des *hedge funds* était remise en cause par l'investissement massif apporté par les grandes institutions. Dans un discours semblable, les gérants de fonds de fonds indépendants, de même que Fabien et Théodore, considéraient que l'augmentation de la *« demande »* des *hedge funds* allait attirer *« sur le marché »* de nouveaux gérants, qui autrement n'auraient pas lancé de *hedge fund*, du fait qu'ils n'étaient pas *« assez bons »*. Ceci allait se traduire par une *« médiocrité »* accrue des performances des *hedge funds*, ce qui se voyait, selon certains acteurs, dans les indices, qui n'incluaient pas les fonds *« vraiment bons »*.

Fabien remarquait néanmoins que *« les meilleurs gérants sont là-bas »* et que ce mouvement de *« baisse tendancielle du profit »* n'empêchait pas que les *hedge funds* demeurent un bon investissement pour les clients institutionnels. Les deux gérants de fonds de fonds indépendants que j'ai interviewés avec Charles, de Hedge Consulting, présentaient une position différente, probablement du fait que la participation des investisseurs institutionnels, avec des sommes bien plus importantes, risquaient de les fragiliser comme intermédiaires privilégiés entre les *hedge funds* et une clientèle considérée sophistiquée. Ils considéraient que leur savoir-faire dans le choix des *hedge funds*, acquis pendant parfois deux ou trois décennies, ne pouvait pas être répliqué par les investisseurs institutionnels. Ceux-ci allaient donc investir *« dans n'importe quoi »* ce qui allait se traduire par des *« catastrophes »*, comme cela avait été le cas pour LTCM. L'investissement institutionnel en *hedge funds*, propres ou à travers des fonds de fonds, ne pouvait pas être comparé à celui des fonds de fonds indépendants. Ces derniers ne traitaient qu'avec des *hedge funds* correspondant à leur définition selon l'imaginaire de la liberté absolue du gérant. Alors que les *hedge funds* indépendants étaient des perles rares pour une clientèle sophistiquée, la « gestion alternative » était plutôt une *« mode »*, pour vendre de nouveaux produits à une clientèle de masse peu informée et captive des grandes institutions.

Ce dernier argument était légèrement évoqué par Fabien ou par Armand, dans le cas où les grandes institutions établissaient des *hedge funds* gérés par d'anciens *traders*. Le *trader*, expliquaient-ils, *« ne crée pas de la valeur »* pour son employeur, du fait que ses gains quotidiens peuvent s'arrêter à tout moment. Les revenus qu'il génère ne peuvent être intégré dans un calcul d'actualisation, *« ils n'influent pas le P/E de la boîte »*. Les *hedge funds*, par contre, parce qu'ils génèrent un profit plus stable dans le temps sous forme de commissions de gestion, *« apportent de la valeur »*. Selon cette argumentation, l'intérêt du *hedge fund* était non pas sa *« performance absolue »*, mais sa capacité à attirer des clients sur le moyen terme.

Pour Théodore, Armand et Fabien, qui en cela s'alignaient sur la stratégie officielle de Nicole, directrice de leur département, les *hedge funds* pouvaient à la rigueur disparaître totalement dans les grandes institutions. Leurs techniques de gestion, notamment l'utilisation de produits dérivés, l'approche par l'arbitrage, dans le *trading* ou dans la gestion *long/short*, étaient censées se développer et être intégrées dans l'allocation d'actifs globale de l'entreprise. Dans ce cas, l'imaginaire du gérant libre qui définit la valeur financière sans rapport à des clients ou à une hiérarchie organisationnelle disparaissait complètement, et avec lui ses *« dangers »* concernant le manque de *« contrôle des risques »* et l'illégalité potentielle.

Ces différentes directions de la « disparition » possible des *hedge funds* dans les grandes institutions s'articulaient avec l'imaginaire du gérant libre décrit dans le chapitre précédent, constituant un espace des possibles fragmenté, avec des tensions et des contradictions, dans lequel cherchaient à s'inscrire les membres de Hedge Consulting.

L'espace fragmenté de l'innovation

Pour les acteurs de Hedge Consulting, les possibilités d'innovation financière étaient multiples. Elle pouvait être considérée comme le produit d'une équipe de gestion indépendante, notamment après l'éviction de Julie de la Compagnie Universelle et l'établissement d'une base dans la *« cave »* de Rungis. En même temps, l'expertise d'investissement de Julie était constituée d'un agencement particulier des techniques quantitatives développées dans le département de *« contrôle des risques »* et au sein d'un *hedge fund* institutionnel. Elles semblaient pouvoir s'adapter à une clientèle institutionnelle ou à un fonds de fonds indépendant qui serait rassuré par le *process*, à défaut de connaître personnellement l'équipe. Les *hedge funds* pouvaient aussi être des techniques de « gestion alternative » dégagées d'un gérant particulier et développées au sein de la gestion « classique ». L'équipe de Hedge Consulting, comme on le verra, tentait de se positionner sur ces différentes possibilités, en interagissant avec des employés d'institutions proches des unes ou des autres. En même temps, ils le faisaient en mobilisant l'imaginaire propre aux *hedge funds* indépendants, celui de la *« performance absolue »* et d'une capacité personnalisée d'innovation qui *« crée de la valeur »*.

Ces différents imaginaires n'étaient pas unifiés autour de la figure du gérant libre, ce qui situait la stratégie de Hedge Consulting dans un certain flou quant à la manière de se présenter et de développer des offres commerciales. Si les investisseurs institutionnels et les fonds de fonds indépendants pouvaient être intéressés par des approches de *hedge funds* « contrôlés », la proposition de techniques de « gestion alternative » et la constitution d'une *« expertise générale sur les* hedge funds *»* impliquaient de se dégager de la figure personnalisée de la *« création de valeur »*. L'innovation financière était ainsi différente selon les interactions possibles dans les divers espaces institutionnels de la « gestion alternative ». Les instances d'innovation, sous la figure d'une personnalité évaluatrice, y avaient différentes caractéristiques, depuis la liberté par rapport à toute organisation à l'application de techniques quantitatives d'arbitrage et de *« contrôle des risques »*, en passant par la créativité contrôlée. C'est dans cet espace multiple, fragmenté et parfois contradictoire, que les membres de Hedge Consulting cherchaient à établir des relations commerciales. L'analyse de leurs tentatives

permet de voir comment ils mobilisaient les différentes figures possibles de l'évaluation et de l'investissement que j'ai analysées jusqu'ici, dans des situations organisationnelles où il était légitime d'essayer de les transformer, selon une logique d'« innovation ».

D) L'exploration des possibles de l'innovation financière à Hedge Consulting

Pendant mes observations, les membres de Hedge Consulting cherchaient à établir des relations commerciales avec des partenaires potentiels concernés de différentes manières par la « gestion alternative ». Ces tentatives se faisaient dans une exploration des possibles des différents imaginaires des *hedge funds* que j'ai décrits dans les chapitres précédents. Dans cette activité, Julie et Charles cherchaient en même temps à stabiliser ce qu'ils percevaient comme des discours et des pratiques communs à tous leurs interlocuteurs et à leurs sources d'information, ainsi que leur compréhension de leur propre potentiel dans ce « marché » au moment de son institutionnalisation. Ils mobilisaient pour cela leurs acquis dans leur parcours professionnel, notamment le *hedge fund* développé au sein de la Compagnie Universelle. Ils se positionnaient aussi par rapport à leur relation personnelle aux organisations financières et à l'innovation, telle que j'ai pu l'observer pendant les quelques mois de mon stage avec eux. J'analyserai dans le chapitre suivant comment ces éléments entraient en jeu dans le cas du *process* de *hedge fund* établi par l'équipe, qu'ils réussirent à vendre à une grande institution financière pendant l'année 2007 et avec lequel ils réussirent à participer à la distribution de ressources par la finance contemporaine.

Julie et Charles développaient des discours et des positions ambigus par rapport aux enjeux organisationnels et d'évaluation que posait l'institutionnalisation des *hedge funds*. Alors que tous deux affichaient volontiers, au quotidien, un rejet très argumenté des grandes entreprises et de leur *« inertie »*, ils demeuraient attirés par leur capacité à mobiliser de grandes sommes, dont ils cherchaient à bénéficier. Julie et Charles rejetaient explicitement l'hypothèse de l'« efficience des marchés », mais leurs positions par rapport à la valeur dans les marchés financiers étaient néanmoins différentes, ce qui s'agençait dans une ouverture critique aux possibles de la valeur dans la gestion alternative, stabilisée en partie par l'objectif de la réussite commerciale (1).

Ce positionnement se construisait et s'affinait au gré des interactions avec des sources d'information diverses et des professionnels de la gestion alternative. Dans une logique explicite d'exploration, Julie et Charles cherchaient à se situer dans des espaces organisationnels des *hedge funds* très différents, depuis la gestion d'un fonds indépendant à la représentation d'un fonds de fonds en passant par le développement de techniques de « gestion alternative » pour la gestion classique. Les interactions étaient aussi le moment de

confirmer ou d'infirmer des hypothèses et des arguments glanés ailleurs, à la fois pour établir un vocabulaire commun avec son interlocuteur et pour explorer à quel point ces éléments pouvaient être importants dans le contenu de nouveaux projets ou dans leur présentation commerciale (2).

1) Des positions ambiguës sur l'organisation et la valeur stabilisées par un objectif commercial

Julie et Charles développaient de manière récurrente des discours contre les grandes institutions financières, leurs relations avec elles ayant été particulièrement conflictuelles. Ceci s'accompagnait d'une attirance pour leur capacité à mobiliser des sommes importantes, dont les membres de Hedge Consulting voulaient tirer profit. Ils étaient également ambigus par rapport à la valeur financière. Tout en refusant l'hypothèse de l'« efficience des marchés », Julie et Charles n'étaient pas du même avis sur le sens de l'approche statistique des prix des actions. Dans cette ambiguïté, les acteurs restaient ouverts à de nouvelles définitions, par rapport auxquelles ils pouvaient garder une attitude critique mais orientée à les intégrer selon leur utilité dans leur stratégie commerciale.

Un rejet ambigu des grandes institutions

Comme je l'ai décrit plus haut, Julie avait eu des rapports très conflictuels avec ses supérieurs hiérarchiques et avec d'autres employés de la Compagnie Universelle. Dans des conversations occasionnelles, elle m'expliqua qu'elle se sentait plus *« libre »* en n'y étant plus employée. En me disant que *« tout est possible »*, elle évoquait l'idée de travailler quelques années à New York pour des *hedge funds* et elle ajoutait que ce qui l'intéressait le plus était de *« monter* [s]*a propre structure »*, en développant différents projets qui seraient gérés par ses employés, ce qui lui donnerait le temps de développer des relations commerciales et d'effectuer des recherches pour créer de nouveaux produits. Elle m'expliquait que ceci était impossible dans une grande institution française, et qu'elle *« ne travaillerai*[t] *plus jamais »* dans ces organisations, qu'elle décrivait longuement comme marquées par l'*« inertie »* et le *« népotisme »*. Elle critiquait vivement le fait qu'elle avait dû partager un espace ouvert avec d'autres gérants, dans une *« ambiance de* traders *»*, ce qui l'empêchait de réfléchir, la *« synergie »* ne se faisant pas avec ses collègues, qui travaillaient sur des *hedge funds* très

différents du sien, mais *« en allant chercher des idées sur le marché »*, c'est-à-dire auprès d'autres professionnels de son domaine[629].

Ces attaques correspondaient à celles de Charles. Il répétait souvent dans des commentaires au passage que la Compagnie Universelle avait montré ses limites organisationnelles en bridant quelqu'un comme Julie, sa *« jeunesse »* étant le *« moment où elle est le plus créative »*, un potentiel qu'ils auraient dû pouvoir exploiter. Il racontait de manière ironique comment, lorsqu'il était directeur de l'Allocation dans une grande banque d'affaires, dans les années 80, où il développait de nombreuses techniques de couvertures sur des produits obligataires, les actionnaires qui participaient aux réunions où était définie la stratégie d'allocation *« s'endormaient pendant les réunions. Pour les convaincre de venir, il fallait faire ça pendant un repas et leur envoyer le menu. Ils rappelaient pour demander les détails du menu ! »*. Comme Julie, Charles considérait qu'il avait été exclu des grandes institutions pour des raisons qui ne tenaient pas à la qualité de son travail dans la gestion, mais à des blocages propres à ces structures. Son statut de consultant était le seul qui lui convenait. Les *hedge funds* comme structures indépendantes leur semblaient être de ce fait *« plus performantes »*.

En même temps, à l'époque où elle était encore employée par la Compagnie Universelle, Julie m'expliquait qu'elle pouvait être *« fière »* d'avoir 30 millions d'euros sous sa gestion personnelle, ce qui était *« vraiment pas mal pour* [s]*on age »*. Être employée dans cette entreprise signifiait *« être dans la cour des grands »*, ce qui lui avait permis d'obtenir ces fonds sous gestion en passant par les rouages administratifs et sans devoir démarcher des clients qui ne la connaissaient pas. Comme Charles, elle critiquait vivement que les grandes entreprises aient des fonds disponibles sans que leurs clients soient nécessairement au courant des produits qu'elles leur proposent, ce qui va contre l'imaginaire légitime de la création de valeur par la gestion de fonds pour tiers. En s'inscrivant dans cet imaginaire de la gestion de fonds pour tiers, comme je l'ai décrit plus haut, avec l'idée que les *hedge funds* permettaient de *« mieux »* « créer de la valeur » que la gestion classique, tous deux s'orientaient vers une clientèle institutionnelle loin de celle, élitiste, des structures indépendantes. Les contacts de Charles étaient dans les directions des entreprises d'assurance moyennes et pas dans les grandes fortunes. Son horizon commercial, qui organisait l'activité d'innovation de l'équipe,

[629] Beunza et Stark analysent une logique inverse dans une salle de *trading*, dans laquelle la collaboration entre des *traders* avec différentes approches permet d'innover et de générer plus de profits, cf. Beunza, D., Stark, D., 2003, « The Organization of Responsiveness: Innovation and Recovery in the Trading Rooms of Lower Manhattan », *Socio-Economic Review*, Vol. 1, n° 2, pp. 135-164 et Beunza, D., Stark, D., 2004, « Tools of the Trade. The Socio-Technology of Arbitrage in a Wall Street Trading Room », *Industrial and Corporate Change*, Vol. 13, n° 1, pp. 369-401.

s'orientait vers les sommes qui se trouvaient dans la gestion institutionnelle et qui étaient bien plus importantes que celles dont pouvaient disposer les *hedge funds* traditionnels. L'innovation visait à convaincre une de ces institutions de confier des fonds à gérer à l'équipe, ce qui impliquait de mobiliser la connaissance de ces organisations pour y parvenir. Le but commercial se stabilisait dans une position ambiguë avec les grandes institutions, dans laquelle leur organisation était attaquée et en même temps considérée comme le terrain possible de développement de l'équipe.

Des positions labiles à partir du rejet de l'hypothèse de l'« efficience des marchés »

Charles et Julie rejetaient ouvertement l'hypothèse de l'« efficience des marchés ». Ceux-ci n'étaient pas censés représenter la valeur fondamentale des entreprises cotées selon les informations de tous les participants, mais l'ensemble des paris de ces derniers à un moment donné. Ces paris changeaient avec le temps et n'étaient pas dus nécessairement aux évolutions des entreprises, mais aussi à des consensus plus ou moins forts dans les analyses. Très marqués par la bulle Internet, Julie et Charles remarquaient que ces consensus pouvaient être complètement déconnectés des perspectives économiques des entreprises cotées. De ce point de vue, ils faisaient comme le spéculateur décrit par Keynes, analysant l'évolution des prix comme l'effet des prévisions des participants au marché. En même temps, ils considéraient que les consensus variables étaient tous plus ou moins liés à différentes méthodes d'évaluer les entreprises selon l'ontologie de la valeur fondamentale que j'ai décrite dans la première partie de ce texte. Comme Charles, Julie considérait que le *trading* n'était pas une approche *« sérieuse »* de la gestion. Cette dernière était un travail de long terme à partir de stratégies d'ensemble qui ne dépendaient pas des mouvements des prix au jour le jour.

A partir de cet accord sur l'approche de la valeur, Julie et Charles avaient des points de vue différents. En accord avec son parcours et ses pratiques professionnelles passées, Julie affirmait que l'approche statistique de l'évolution des prix permettait de prévoir leur évolution future. Son travail au département de « contrôle des risques » avait consisté à analyser les évolutions passées des prix, les corrélations entre les actions, les autres actifs, les devises et différentes données économiques (inflation, croissance, etc.) pour prévoir des horizons possibles pour les portefeuilles détenus par les gérants de la gestion « classique ». Ceci permettait de donner un avis sur le potentiel de pertes et de gains des positions prises, ainsi qu'une analyse de « profils de volatilité » des portefeuilles, c'est-à-dire, à partir de l'évolution passée, des variations à plus ou moins court terme des prix autour d'une moyenne. Comme on

le verra plus en détail dans le chapitre suivant, le *process* du *hedge fund* développé par Julie consistait en partie à tester des modèles d'évaluation fondamentale sur l'évolution passée des prix des actions, pour détecter selon quelles hypothèses les actions avaient été évaluées par *« le marché »*. Une fois ces modèles *« trouvés »*, le portefeuille était construit en choisissant les entreprises dont les prix devaient le plus réagir selon ces hypothèses.

Charles, par contre, tout en ayant développé le *hedge fund* avec Julie, considérait qu'il n'y avait aucun moyen de prévoir l'évolution des prix des actions, qui était *« complètement aléatoire »*. Il insistait plutôt, dans la « gestion alternative », sur l'importance de l'utilisation d'une approche statistique pour éviter des pertes trop grandes et diminuer la volatilité de l'investissement. En même temps, il restait attiré par la notion d'arbitrage, sur laquelle se fondait le *hedge fund* de Julie et dont le principe était justement de gagner de l'argent à partir d'une compréhension des « inefficiences » du marché, c'est-à-dire, comme je l'ai décrit plus haut, de l'idée qu'il pourrait y avoir une « efficience » et que les prix devraient, dans un futur plus ou moins proche, tendre vers un prix défini par celle-ci.

Les différences entre Julie et Charles donnaient lieu à des débats dans l'équipe, que j'analyserai plus en détail à partir de l'exemple du *process* du *hedge fund* qu'ils avaient développé à la Compagnie Universelle et qu'ils essayaient de vendre à différents clients institutionnels à Paris, Londres et New York. Dans tous les cas, ces ambiguïtés, de manière semblable à celles qui concernaient la définition de la valeur à Brokers Inc., étaient stabilisées autour de la possibilité de trouver des partenaires commerciaux et d'en tirer un revenu plus ou moins stable dans le temps.

La stabilisation des ambiguïtés par la possibilité d'établir des relations commerciales

Julie m'expliquait en entretien qu'elle était *« obsédée »* par ses recherches de nouvelles stratégies d'investissement : *« depuis deux ans, je ne pense qu'à ça ! »*. Ce discours, proche de celui sur la créativité du gérant de *hedge funds*, s'inscrivait néanmoins dans une stratégie commerciale : *« Moi je me suis dit, pour gagner de l'argent, il faut être là où il y a de l'argent. Je me suis dit, ça me paraît logique. Si tu gères l'argent de quelqu'un qui a un milliard de dollars, tu auras forcément des miettes, c'est un peu euh… c'est ce que j'imaginais, et c'est vraiment le cas ! Tu gères l'argent et puis, avec les frais de gestion, ton chiffre d'affaires, il augmente avec l'argent géré, c'est proportionnel…*

Moi : donc en fait, c'est un choix économique…

Julie : ouais, moi je veux gagner de l'argent, enfin, je veux travailler pour gagner de l'argent, sinon, j'aurais fait autre chose, hein ! j'avais envie de gagner de l'argent. Sinon, j'aurais fait quelque chose d'intéressant, enfin…

Moi : c'est pas intéressant ?

Julie : si c'est intéressant, techniquement, c'est très intéressant, mais j'aurais pu faire autre chose… franchement, je ne vois pas…

Moi : bon, mais il y a des gens qui aiment…

Julie : moi je ne le vois pas comme ça… je pense que… il n'y a pas d'autre raison, en plus dans la finance. Je ne sais pas, il y a des gens qui sont passionnés d'informatique, ça existe, mais des gens passionnés de finance, euh… non… […] *je connais peu de gens qui font ça parce qu'ils adorent la finance… ».*

Après trois mois de stage, alors que nous attendions le RER près de Rungis pour rentrer à Paris, Julie me raconta que son grand-père avait été un homme *« très riche qui avait tout perdu »*. Elle me disait qu'elle se demandait si elle ne voulait pas gagner de l'argent pour rattraper cette perte, car son but n'était pas d'avoir de hauts revenus, mais d'établir une *« fortune »*, le chiffre lui semblant satisfaisant étant de 200 millions de dollars US.

Les arguments selon lesquels toutes les stratégies de Hedge Consulting étaient avant tout justifiées par l'objectif de *« gagner de l'argent »*, avant toute autre logique de légitimation, étaient courants dans les discussions de l'équipe. Par contre, dans les interactions avec des professionnels, ils étaient effacés au profit de la « création de valeur » comme justification de la gestion de fonds pour tiers. Julie m'expliquait qu'elle avait décidé d'aller vers les *hedge funds* après l'explosion de la bulle Internet, car il lui semblait que ces techniques allaient être porteuses dans le changement que de nombreux professionnels considéraient comme inévitable à l'époque, comme je l'ai décrit plus haut. Julie m'expliquait qu'elle avait décidé de développer une approche *long/short* dans les actions car, après la bulle, elle considérait que c'était *« là où allait aller l'argent »*. Les performances moins bonnes qu'espéré des *hedge funds* avec cette approche, dont *« on s'aperçoit qu'ils ont du mal à apporter de la valeur »*, ce qui correspondait aussi à son cas, ne l'avaient pas poussée à changer de stratégie. Une fois le *process* défini, après plus d'un an de travail, il s'agissait surtout de lui trouver un débouché commercial. Dans une tension proche de celles des vendeurs de Brokers Inc., les membres de Hedge Consulting louvoyaient entre différentes positions quant à la définition de la valeur, tout en ayant des arguments plus ou moins préférés, mais qu'ils étaient capables de modifier dans le but d'établir des relations commerciales.

Les membres de Hedge Consulting avaient des positions différentes par rapport à la définition de la valeur financière, tout en rejetant l'hypothèse de l'« efficience des marchés ». Par ailleurs, ils mobilisaient l'imaginaire des *hedge funds* indépendants, pour essayer de trouver une place parmi les investisseurs institutionnels. Les potentielles relations commerciales stabilisaient un espace qui pouvait ainsi demeurer flou et au sein duquel l'innovation comme production d'une stratégie d'investissement nouvelle devenait possible. Ce flou était organisé par les imaginaires fragmentaires de l'institutionnalisation des *hedge funds* en tant que « gestion alternative ».

2) Chercher à établir une relation commerciale en explorant les possibles de la « gestion alternative »

Lors de mon deuxième entretien avec Julie et Charles, alors que le principe de mon embauche pour un stage de quatre mois était acquis, ce dernier m'expliqua que, malgré le fait qu'il avait eu un rôle important comme consultant dans la mise en place du département de *hedge funds* à la Compagnie Universelle, il était *« encore en train d'apprendre »*. Son expertise dans les techniques d'investissement en produits obligataires à la fin des années 80 et au début des années 90 lui avaient permis d'être *« utile »* auprès de gens *« qui ne s'y connaissaient pas du tout »*. En même temps, il *« découvrait »* au fur et à mesure qu'il agissait. Cette découverte se faisait à partir de lectures d'ouvrages plus ou moins spécialisés, de recherches d'informations sur Internet et d'interactions avec différents professionnels. Dans ces interactions, Charles et Julie pouvaient chercher à recueillir des informations ou de nouvelles idées, à tester des projets ou encore à vendre ceux qu'ils avaient en cours. Parfois, ces différents registres étaient en jeu en même temps, sans distinction claire. Dans ce processus, les acteurs essayaient à la fois de définir leur propre activité et *« le marché des* hedge funds *»* dans lequel ils essayaient d'établir des relations commerciales, en explorant ses différentes possibilités.

Hedge Consulting comme consultant dans la « gestion alternative »

Le premier travail de Charles dans la « gestion alternative », et dans la finance tout court, après une *« pause de quelques années »*, avait été à la Compagnie Universelle comme consultant. Il avait proposé différentes techniques d'investissement, s'était informé auprès de différents professionnels et avait exploré leur faisabilité avec les employés de l'entreprise,

parmi lesquels se trouvaient des personnes qui avaient été de jeunes gérants ou *traders* sous sa direction au début des années 90. Charles me disait qu'ils lui faisaient confiance parce qu'à leurs débuts, il leur avait *« tout appris »*. S'étant progressivement rapproché de Julie dans ce processus, Charles s'était vu confronté à la nécessité de prendre parti dans le conflit qui l'opposait à sa hiérarchie. Plutôt que de rester proche de la Compagnie Universelle, il avait choisi de travailler avec Julie, la trouvant très *« créative »* et considérant qu'il ne pouvait faire autrement pour des *« raisons d'humanité »*. Ceci avait mis fin à sa relation de consultant avec la Compagnie Universelle et lui avait fermé des portes de contacts avec d'autres clients liés à celle-ci.

Il m'expliquait que la plupart des grandes institutions financières en France avaient déjà fait comme la Compagnie Universelle, et qu'il n'y avait plus la possibilité de faire le même travail de consultant ailleurs. Par contre, il visait à proposer ses services à des compagnies d'assurance de taille moyenne dans lesquelles il avait des contacts de longue date. Ces dernières étant *« frileuses »* par rapport à la « gestion alternative », qu'elles ne *« comprenaient pas »*, plutôt que de leur proposer d'investir directement dans un *hedge fund*, il fallait les orienter vers l'investissement dans des fonds de fonds établis et le développement, au sein de la gestion traditionnelle, des méthodes proches des *hedge funds*.

Charles et Julie parlaient ainsi régulièrement de développer une SICAV *« tiltée »*, c'est-à-dire avec des paris un peu plus forts que les SICAV indicielles. Ces paris pouvaient se faire à partir d'une approche *long/short*. Les actions considérées comme sur-performantes seraient comparées à des actions considérées comme sous-performantes. Leurs poids respectifs dans l'indice seraient modifiés en les approchant par paires comme dans un *hedge fund long/short*. Ainsi, la SICAV pourrait être considérée comme étant constituée uniquement de positions *long* appartenant à l'indice, comme dans une SICAV classique, mais les pondérations seraient faites à partir d'une logique d'arbitrage. Cette approche était proche de celle que Yves développait spontanément pour m'expliquer que la logique du *short* était déjà présente dans la gestion indicielle. Elle devenait ici le fait d'une expertise dans la « gestion alternative », qui devait se traduire par une meilleure « création de valeur » selon l'imaginaire des *hedge funds* indépendants décrit plus haut. Charles explora l'idée avec quelques gérants de fonds dans des interactions auxquelles je n'ai pas pu participer. Il déclarait que ceux-ci trouvaient l'idée *« intéressante »*, mais n'aboutit jamais à un contrat, ce qu'il expliquait en disant qu'elle était *« trop sophistiquée »*. Mon embauche dans l'équipe, censée les aider à écrire un *« ouvrage de référence en français »* sur les *hedge funds* visait à convaincre cette clientèle de leur intérêt et du fait que Hedge Consulting était le meilleur expert en la matière.

En parallèle, Charles et Julie cherchaient à s'établir, devant ces mêmes interlocuteurs, comme une référence concernant les fonds de fonds. Nos recherches d'information sur Internet et dans des ouvrages spécialisés visaient en partie à établir une liste exhaustive de toutes les techniques d'investissement possibles, en les définissant par les actifs, les stratégies, et des profils typiques de performance et de volatilité. Charles disait qu'il croyait *« qu'on vise en fait une performance proche du sous-jacent, mais avec une moindre volatilité. Ce qu'il faudrait, c'est être capable d'expliquer pourquoi »*. Dans une approche très semblable à celle de Théodore et de Fabien, il cherchait à rendre les *hedge funds* comparables à des classes d'actifs déjà établies, afin de pouvoir les intégrer dans une logique classique d'allocation d'actifs. Son rapprochement entre les performances des *hedge funds* et celles des indices des actifs dans lesquels ils investissaient consistait conceptuellement à nier la *« performance absolue »* et l'idée de *« décorrélation »*. Considérant qu'il s'agissait d'une *« intuition »* pour laquelle il n'avait pas de justification conceptuelle ni de données statistiques, il ne proposa jamais à des interlocuteurs professionnels d'en discuter pendant des entretiens.

Hedge Consulting comme représentant d'un fonds de fonds

Cette compréhension des *hedge funds* comme classe d'actifs s'inscrivait en partie dans la tentative de devenir représentant d'un fonds de fonds basé à New York et cherchant des investisseurs institutionnels en France. Charles et Julie essayaient d'établir cette activité à travers Alexandre, ancien *trader* de la Compagnie Universelle qui avait été associé au développement du département des *hedge funds* et avait quitté l'entreprise un an avant Julie, en conflit avec la direction, contre laquelle il était en procès devant les prud'hommes. Parti à New York, il était devenu représentant commercial pour l'Europe du fonds de fonds Logarithme. Ce fonds, avec un milliard de dollars sous gestion, était dirigé par Jeffrey, titulaire d'un doctorat en mathématiques financières de l'Université de Columbia, à New York. L'investissement était organisé par un *process* modélisé d'allocation d'actifs entre classes de *hedge funds*. Les *hedge funds* y étaient traités comme des actions cotées, distingués en sous-groupes et hiérarchisés en fonction de leur historique de revenus et de volatilité, entre autres. Comme les gérants des autres fonds de fonds que nous avions interviewés, les prospectus du fonds que nous avions reçus mettaient en valeur, en plus du traitement quantitatif des données historiques des fonds, l'importance d'un suivi qualitatif des gérants de chaque *hedge fund*, de leurs capacités personnelles, de leurs moyens techniques et de leur *process*.

Parfois pendant des heures, Charles négociait au téléphone avec Alexandre les conditions de représentation de Logarithme en France en laissant le haut-parleur allumé pour que Julie et moi puissions suivre les conversations. Charles insistait pour que Hedge Consulting soit le seul représentant et cherchait à avoir une part fixe de commissions sur tous les fonds levés grâce à ses démarchages. Alexandre, avec une voix très vive et toujours pressé, lui répondait des *« pas de problème ! »* alors que Charles nous adressait de grands sourires ironiques et de gestes ostensibles de négation avec la main. Il nous expliquait par la suite qu'Alexandre avait eu des problèmes à la Compagnie Universelle comme vendeur dans le domaine des *hedge funds* car il avait eu tendance à mentir sur les termes des contrats et notamment à faire des promesses intenables : *« je ne me fais aucune illusion sur le fait qu'il doit avoir quinze types comme moi sur la France, et qu'il attend de voir qui sera le premier qui lui apportera quelque chose »*. Ce scepticisme, que Charles affichait avec beaucoup d'humour, ne lui empêchait pas de continuer à travailler avec Alexandre. Il remarquait qu'il était incapable de *« dire n'importe quoi »* comme ce dernier, et que c'était une *« qualité »* qu'il *« admir*[ait] *»*. Lorsque le directeur de Logarithme fut de passage à Paris, Charles l'invita à déjeuner dans un restaurant huppé avec tous les membres de Hedge Consulting et Alexandre. Pendant le repas, nous repassâmes avec lui toutes les données qui étaient affichées dans les prospectus qu'il nous avait envoyés. C'était une occasion de lui montrer l'expertise des membres de Hedge Consulting et de tester des idées de présentation des *hedge funds* à partir de ses commentaires. Pendant des semaines, nous avions négocié les termes d'un contrat avec Alexandre, mais il n'en fut pas question pendant l'heure et demie que dura le repas qui avait coûté un peu plus de cent euros par personne, payés par Hedge Consulting. A la fin, Jeffrey nous dit néanmoins : *« s'il y a un repas qui ait permis de faire une bonne affaire, c'est bien celui-ci ! »*.

Hedge Consulting ne fut finalement pas représentant de Logarithme, ce que Charles prévoyait dans ses commentaires ironiques au sujet des promesses d'Alexandre. Mais les contacts avec ce dernier et avec Jeffrey constituaient en partie une occasion de vérifier nos connaissances sur les fonds de fonds et les *hedge funds* ainsi que de nous familiariser avec les enjeux juridiques de ce type d'activités à Paris. Comme nous l'avait dit une représentante d'un autre fonds de fonds à Paris, nous n'avions pas le droit de démarcher des clients directement. Cependant, ceux-ci avaient le droit de nous demander des informations et nous pouvions leur donner des noms. Charles insistait sur le fait qu'*« en France, on travaille toujours comme ça, on teste les choses en les laissant dans l'illégalité un certain temps. On laisse faire pour voir ce que ça donne et après on légalise »*. La tentative d'être un

représentant de fonds de fonds s'organisait dans un flou concernant les possibilités réelles de signer un contrat avec Logarithme et le statut légal que ce contrat pourrait avoir. Face à ces incertitudes, elle était en partie justifiée par ce qu'elle nous permettait d'apprendre, ce qui correspondait à l'objectif de devenir un source d'information privilégiée dans *« le marché des* hedge funds *français »*. Elle s'inscrivait aussi dans une troisième activité de l'équipe, celle de gérant de *hedge fund*.

Hedge Consulting comme gérant de hedge fund

Julie avait développé le *process* du *hedge fund* de la Compagnie Universelle avec Charles et était partie avec tous les logiciels lorsqu'elle avait été licenciée[630]. Etablie dans un bureau de La Chimique à Rungis, elle continuait à *« faire tourner »* le logiciel de son ancien *hedge fund* en *« shadow »*[631], c'est-à-dire sans argent investi mais en vérifiant quels seraient les résultats de sa stratégie si elle était effectivement appliquée, à partir des données sur les prix des actions cotées qu'elle téléchargeait de Yahoo.com. Un des objectifs de Hedge Consulting était de trouver de nouveaux investisseurs pour cet ancien *hedge fund*, censé avoir fait ses preuves avec des performances respectables. Cet acquis devait servir comme point de départ légitime pour proposer de nouvelles stratégies de *hedge fund*. Le travail avec Logarithme était en partie orienté à leur proposer d'investir dans le *hedge fund* de Julie, dans le cas où un contrat de représentation serait signé. Comme ceci n'eut pas lieu, Charles ne parla jamais à Alexandre du fait que l'équipe menait aussi une activité de gestion.

En dehors de ce *hedge fund* en *« shadow »*, Charles et Julie cherchaient à développer de nouvelles stratégies d'investissement. Ils considéraient par exemple qu'il fallait qu'ils enrichissent leur connaissance des marchés financiers chinois pour y développer une stratégie d'investissement. Julie prit contact avec son ancien *broker* pour la région asiatique, qui lui expliqua les aspects juridiques du marché de Shanghai, notamment le fait qu'une partie était fermée à l'investissement étranger, qu'il était très volatile et parfois peu liquide. Nous prîmes aussi rendez-vous avec un ancien économiste du CNPF[632], âgé de soixante-dix ans, avec qui Charles avait beaucoup travaillé dans les années 80 et qui était aujourd'hui éditorialiste dans une revue économique grand public. Celui-ci répondit à de nombreuses questions concernant

[630] Olivier Godechot analyse des logiques semblables dans les bureaux de *trading*. Dans ces cas, par contre, le fait de partir avec ses techniques d'investissement est un grand enjeu de négociation, du fait qu'elles sont censées être les sources de revenus qui justifient l'embauche du *trader*, ce qui n'était pas le cas de Julie, cf Godechot, O., 2007, *Working rich, salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, *op. cit.*
[631] « Ombre ».
[632] Conseil National du Patronat Français, devenu en 1998 l'actuel Mouvement des Entreprises de France, la plus influente association patronale française.

la fragilité politique et économique de la Chine et de la Russie, pendant une heure au moment du déjeuner. Il nous dit que l'économie chinoise était en forte croissance, comme l'économie russe et contrairement à l'économie américaine. A partir de ces informations générales issues de deux entretiens, Charles dit qu'il fallait faire un *hedge fund long/short* où la partie *long* serait composée d'actions chinoises, russes et d'autres pays asiatiques, pour *« diversifier le risque au cas où il y aurait des troubles dans un des pays »* et la partie *short* serait composée d'entreprises établies aux Etats-Unis.

Sentir « le marché » pour y trouver sa place

Cette approche ne fut jamais développée, mais elle faisait partie des explorations à travers lesquelles l'équipe cherchait à innover. Elle se situait dans un espace incertain, dans lequel les *bluffs* ou les mensonges dans une certaine situation pouvaient devenir des propositions intéressantes dans une autre, les idées rebondissant et se transformant d'une interaction à une autre, d'un espace organisationnel à un autre, alors que l'équipe cherchait à se définir elle-même tout en définissant ses possibilités commerciales.

Dans ce but, Charles inscrivit Hedge Consulting comme membre de l'*Alternative Investment Management Association*[633], à laquelle appartenaient des centaines de *hedge funds*. Ceci nous donnait accès à des annonces concernant des congrès sur la « gestion alternative » ainsi qu'à des sources d'information spécialisée. Le site proposait une bibliographie professionnelle, notamment des recueils de centaines de pages avec des synthèses sur les caractéristiques juridiques de l'établissement des *hedge funds* dans la plupart des grandes places financières *offshore*, ou encore avec des données sur les performances et les stratégies de centaines de *hedge funds*, synthétisées en différents indices. Ces ouvrages devaient servir à établir un livre de référence sur les *hedge funds* en français. Ils étaient aussi une source fondamentale de données et d'arguments professionnels que nous testions dans les entretiens. A ceci s'ajoutaient les données d'autres recherches sur Internet, par exemple des critiques méthodologiques de la production d'indices ou encore des dossiers, établis par Julie et moi, sur quelques *hedge funds* exemplaires, comme ceux que j'ai décrits plus haut.

Julie m'expliquait qu'elle avait appris la notion de *« gestion du* draw down *»* en parlant avec des professionnels, mais qu'elle n'en avait pas entendu parler dans ses cours en DESS ou à la SFAF. Ce concept était, comme nous le verrons, très important dans sa présentation du *hedge fund* qu'elle avait développé à la Compagnie Universelle. En entretien

[633] Cf. http://www.aima.org.

avec Pierre Noir, gérant d'un fonds de fonds indépendant, le cas de LTCM était ainsi évoqué pour lui montrer que nous étions au courant du danger de ne pas contrôler les fortes pertes que pouvaient encourir les *hedge funds* à court terme. En même temps, ceci donna lieu à une réponse plus mesurée que celle du *« contrôle »*. Selon lui, le fait d'obliger les *hedge funds* à déclarer leurs pertes une fois qu'elles avaient atteint 10% du capital servait d'*« alerte »* sur le fait qu'il fallait regarder de plus près la situation du fonds. Mais ceci pouvait indiquer une *« opportunité »* : si sa stratégie était considérée comme *« bonne à long terme »*, la chute de ses performances, qui risquait de faire sortir certains investisseurs et de faire baisser le prix à l'entrée, pouvait être le moment d'investir davantage. Selon l'autre gérant de fonds de fonds indépendant que nous avons rencontré, Cyprien de Lambert, le cas du *hedge fund* Manhattan, qui avait fortement fraudé, était un argument utilisé par les autorités de régulation pour éviter de réguler la gestion alternative *« alors qu'en fait il y a beaucoup plus d'accidents dans la gestion classique »*. Le concept de *« gestion du* draw down *»*, tout en étant visiblement acquis pour les gérants de fonds de fonds, semblait plus important pour les investisseurs institutionnels que pour les fonds de fonds indépendants. Sa place dans la présentation de la stratégie du *hedge fund* développé par Julie devait donc être redéfinie en fonction de chaque interlocuteur.

Ceci était aussi le cas pour la notion de *« modélisation* ». Dans les discussions avec Jeffrey, de Logarithme, celui-ci avançait l'importance de ses acquis en mathématiques financières pour approcher les *hedge funds* comme des actions. Sans lui présenter leur *hedge fund*, Julie et Charles lui posaient des questions sur son acceptation des approches strictement statistiques de l'investissement en actions. Jeffrey nous expliquait qu'il était bien placé pour les analyser en détail et y investir s'il trouvait qu'elles étaient solides et que le gérant les suivait de manière consistante, sans s'en écarter dans les moments où elles ne généraient pas de profits. Ceci semblait confirmer la justesse commerciale de la stratégie de Hedge Consulting en tant que gérant de *hedge funds*. Dans les locaux de la GBD, une des plus grandes banques d'affaires internationales, à Londres, devant un employé chargé de la commercialisation de *hedge funds* pour les grandes fortunes et des clients institutionnels, nous fîmes une présentation détaillée des modèles quantitatifs développés par Julie et de la manière dont ils étaient appliqués au quotidien. Après une demi-heure pendant laquelle l'employé nous écoutait attentivement sans poser de questions, il nous expliqua que l'entreprise considérait que les *hedge funds* qui avaient des approches *« quant »* avaient eu de mauvais résultats pendant la chute de la bulle Internet, du fait qu'ils étaient plus *« corrélés aux indices »* qu'ils ne le prétendaient. La GDB n'était donc intéressée pour l'instant que par des

hedge funds avec des approches strictement qualitatives, basées sur l'expertise du gérant dans l'évaluation fondamentale. Une fois que nous étions hors du bâtiment, refroidis par ce qui semblait une barrière insurmontable, Charles dit : *« bon, eh ben nous ne dirons plus que nous avons une approche* quant*. Nous continuerons à le faire, parce que c'est notre expertise, mais nous dirons simplement que nous faisons du* long/short equities*, en disant que nous utilisons l'évaluation fondamentale, ce qui n'est pas faux, puisqu'elle est dans nos modèles ».*

Ces moments de redéfinition de la stratégie de l'équipe posaient des questions qui restaient ouvertes à l'époque de mes observations. Dans le cadre d'une présentation générale des *hedge funds* dans un *« ouvrage de référence »*, il fallait montrer que nous connaissions les différents points de vue, en essayant de les intégrer de manière à ce qu'il n'apparaisse pas que certaines controverses étaient insurmontables, ce qui avait risqué d'affaiblir l'idée qu'ils étaient une classe d'actifs homogène.Par ailleurs, dans le cadre de la tentative de vendre le *hedge fund* géré par Julie, la place des modèles ou de la gestion du *draw down* n'était pas simplement une question de marketing. Il s'agissait de savoir dans quelle catégorie de *hedge fund* s'inscrire et quelle stratégie d'investissement développer pour correspondre à des clients particuliers. Comme je l'analyserai dans le chapitre suivant, la catégorisation même de la stratégie d'investissement était labile, une fois qu'il s'agissait de la vendre à une clientèle diverse, en dehors de l'espace spécifique du département des *hedge funds* de la Compagnie Universelle.

Les membres de Hedge Consulting cherchaient à se positionner en tant qu'acteurs dans une multiplicité de possibilités commerciales qui étaient en cours de définition dans le processus d'institutionnalisation des *hedge funds*. Ils mobilisaient leurs parcours professionnels, leur savoir-faire technique et selon leurs contacts pour établir une présentation commerciale diversifiée selon leurs interlocuteurs et les relations qu'ils pouvaient développer avec eux. Leur activité d'innovation s'organisait dans une tentative de commercialiser des agencements entre l'imaginaire des *hedge funds* indépendants, considérés comme une source légitime mais dangereuse d'innovation financière, et les enjeux institutionnels de leur définition comme « classe d'actifs » avec des rendements stables dans le temps qui les rendent comparables aux autres actifs financiers, sous la catégorie de « gestion alternative ». Cette tentative restait fragmentée, avec des tensions et des contradictions possibles. Dans le chapitre suivant, l'analyse du développement du *process* du *hedge fund* que l'équipe réussit à vendre, partiellement, en 2007, me permettra de situer la logique d'« innovation » dans la distribution de ressources par la finance contemporaine.

E) L'innovation dans la distribution de ressources : le *hedge fund* Alpha

Pendant mes observations, Julie fut licenciée par la Compagnie Universelle et continua à développer le *process* du *hedge fund*, appelé Alpha, qu'elle y avait mis en place avec Charles. Alors que Hedge Consulting explorait des possibilités commerciales parfois très différentes, le *hedge fund* de Julie, même s'il n'était pas toujours mis en avant dans les échanges avec de potentiels partenaires, restait l'attache la plus forte de l'équipe à une expérience concrète dans la « gestion alternative ». Il était souvent mis en avant pour légitimer leur expertise, en dehors des tentatives de le vendre à des investisseurs potentiels. Quatre ans après mes observations, une partie du *process* avait trouvé des investisseurs institutionnels, redonnant des revenus à l'équipe pour ses activités dans la finance. Le *hedge fund* était ainsi la manière dont la pratique d'innovation de Hedge Consulting s'était intégrée à la distribution de ressources par la finance contemporaine. J'analyserai ici les détails de l'innovation dans ce *process*, ce qui me permettra de montrer comment il s'agit d'un agencement des logiques de l'évaluation et de l'investissement que j'ai décrites jusqu'ici.

Le *process* d'Alpha avait été défini dans le cadre du développement d'un département de *hedge funds* par la Compagnie Universelle. Ses aspects techniques avaient été fortement organisés par l'approche de l'allocation et du *« contrôle des risques »* de cette institution. En même temps, Julie et Charles avaient porté le projet sans soutien institutionnel particulier, établissant avec le *hedge fund* un rapport proche de l'imaginaire du *hedge fund* indépendant. Le conflit fort qui les opposa à la Compagnie Universelle les situait, après leur départ, comme une équipe indépendante gérant un fonds qui avait les caractéristiques d'un *hedge fund* institutionnel. Ceci se retrouvait dans la manière dont la valeur y était définie et dans les objectifs commerciaux et organisationnels que l'équipe se donnait (1).

En analysant les principales règles d'investissement du fonds, on peut voir comment il agençait de manière particulière les logiques décrites jusqu'ici. L'approche statistique des actions cotées et la mobilisation des indices de référence rapprochaient la définition de la valeur de celle qui suivait l'hypothèse de l'« efficience des marchés ». En même temps, un rejet explicite de cette hypothèse et l'approche *long/short* sur des marchés avec des devises différentes et dans le monde entier situaient plutôt le fonds dans l'imaginaire de la liberté absolue du gérant d'investir dans tous les actifs disponibles, selon sa propre définition de la valeur (2).

Cet agencement des approches de la valeur, constitué à partir de différentes règles appliquées dans la gestion quotidienne du fonds, n'entrait pas facilement dans une catégorie disponible dans la profession. Ceci était en tension avec la stratégie commerciale de l'équipe consistant en partie à stabiliser une vision d'ensemble de la « gestion alternative » dans laquelle se situer à l'intérieur d'un sous-groupe. Dans cette indéfinition, les membres de l'équipe cherchaient à clarifier leur position personnelle et la présentation commerciale qu'ils pouvaient en faire. L'analyse d'une réunion dans laquelle nous essayions de clarifier à la fois une définition de nous-mêmes et de nos possibilités commerciales permet de voir comment les logiques de l'évaluation et de l'investissement étaient manipulées de manière exploratoire, dans la constitution d'un *process* à travers lequel allaient effectivement être distribuées des ressources quelques années plus tard (3).

1) Un *hedge fund* institutionnel développé par une équipe indépendante

Le *hedge fund* Alpha avait été développé par Julie et Charles en passant par différentes instances de contrôle au sein de la Compagnie Universelle et de manière à correspondre à des préréquisits d'un fonds de gestion institutionnel en termes de la publication des données et des modèles utilisés. Cette production était considérée comme une innovation « libre » par les membres de Hedge Consulting, qui voulaient pouvoir la gérer comme un *hedge fund* indépendant. La « liberté » du gérant fut ainsi au centre de la rupture entre Julie et Charles d'un côté et la direction du département de *hedge funds* de la Compagnie Universelle de l'autre.

Un hedge fund *institutionnel : « validation », « transparence » et modèles de gestion « classique »*

Après avoir travaillé au « contrôle des risques », Julie commença à développer le *hedge fund* Alpha dans le cadre du développement du département de *hedge funds* à la Compagnie Universelle, conseillée par Charles. Après un an de recherches et l'établissement d'un *process*, elle obtint 30 millions d'euros à gérer. Dans ce dessein, elle développa un ensemble de règles de gestion qui furent approuvées par différentes instances de la Compagnie Universelle. Lorsqu'elle y était encore employée, elle m'expliquait : *« avant qu'on te donne de l'argent à gérer, il faut être en mesure d'écrire un* process*, un processus décisionnel. C'est-à-dire que j'ai écrit toutes les règles que je vais appliquer sur l'argent qu'on va me donner.* […] *Il faut définir un univers d'investissement, il faut dire sur quels*

paramètres tu t'appuies pour choisir tes valeurs […] *après t'expliques comment tu construis ton portefeuille, avec les contraintes que tu utilises et après il faut que tu dises qu'est-ce que tu vas faire au jour le jour, comment tu vas gérer tes positions. A mon sens, c'est cette partie-là qui est la plus importante. Souvent, les gérants disent : « ouais, j'achète ça, j'achète ça, j'achète ça » et après ils laissent courir et ils réagissent pas forcément de façon structurée au mouvement d'un portefeuille. Donc moi j'avais déjà tout écrit* […] *quand j'étais* risk manager[634]. […] *Mon* process *je l'ai écrit avec Charles, c'est quelqu'un qui est sur les marchés depuis trente ans, il était directeur de gestion* […] *lui il a l'habitude, il sait quels sont tous les principes de gestion, il a en tête ce qu'il faut… tout ce qui est principes pragmatiques, ce qu'on n'a pas le droit de faire, ce qu'il faut faire* […] *Moi j'ai travaillé avec lui sur la partie risque et après il m'a proposé de faire un autre* process *pour le présenter à la direction générale. Donc moi je suis arrivée, il était déjà là* […] *Quand tu rédiges un processus décisionnel, comme ça, au début tu écris des choses qui ont plein de failles et tu ne le sais pas. Donc ce que tu fais, tu vas sur le marché, tu vas voir des gens qui ont l'habitude d'interroger des gérants. Ils te disent : « est-ce que vous faites ça ? » et tu te rends compte que tu ne le fais pas.Donc ils t'expliquent et tu te rends compte que c'est primordial, donc tu rentres chez toi, tu retravailles* […] *c'est pas des consultants, tu profites d'un réseau de connaissances pour voir des gens qui s'y connaissent en risque, des gens qui s'y connaissent en modèles, etc., et eux ils sont spécialistes dans leur domaine et ils te disent : « ça, ça va pas »* […] *ça peut être des gérants, ça peut être des commerciaux, ça peut être des gens très techniques. C'est toujours utile de tester ton* process *sur le marché, le monde professionnel, en gros, pour corriger tes erreurs* […] *Je pense que* [mes supérieurs hiérarchiques] *ont été impressionnés du niveau de complexité, de technique. C'est-à-dire que je suis arrivée avec un truc fini, en disant : « voilà ! ». Donc ils ont juste demandé à le faire valider scientifiquement, passer par un comité scientifique* […] *c'est-à-dire qu'ils ont décidé, comme c'est un nouveau produit, ils ont dit : « on va le valider sur un comité scientifique et un comité commercial ».* […] *le comité scientifique, c'était dirigé par une professeure de Polytechnique qui est spécialisée dans la finance et par un chercheur en interne et un gérant en interne. Et donc, je leur ai tout présenté, je leur ai donné toutes les formules, tous les calculs, toutes les simulations et donc à la fin ils ont dit : « oui, c'est valide ». Et ça c'est une démarche qui est importante, parce que ça évite de laisser passer des farfelus, quoi. Et la validation commerciale, c'était pour voir si c'est vendable.* […] *ça, c'était des présentations*

[634] « Contrôleuse de risques ».

devant tous les commerciaux, ça allait, j'avais déjà… en fait, après la validation scientifique, ça allait ».

Le *hedge fund* avait été établi parce qu'il avait passé des tests institutionnels au sein de la Compagnie Universelle, après une validation dans le *« milieu professionnel »*. Contrairement à l'imaginaire du *hedge fund* indépendant qui dépendrait du secret de son savoir-faire, Julie a montré à de nombreux professionnels, et notamment à sa hiérarchie, toutes les règles de gestion qu'elle allait utiliser. Le *process* est présenté comme fortement organisé par les logiques institutionnelles de gestion, depuis l'expérience de Charles jusqu'aux *« comités »* constitués par des professionnels et des spécialistes dans la recherche et l'enseignement d'élite. Si ces différentes instances ont *« validé »* le *hedge fund*, c'est parce qu'une partie importante des règles qui le définissaient étaient elles-mêmes celles de l'investissement institutionnel. Julie m'expliquait ainsi qu'elle n'utilisait que des données publiques sur l'évolution des prix et que les approches de la valeur qu'elle mobilisait étaient issues de ses cours à la SFAF, c'est-à-dire correspondaient aux éléments que j'ai décrits dans la première partie de ce texte. L'univers d'investissement était défini par l'indice MSCI, dont Julie reprenait aussi la définition des « secteurs ». Elle n'inventait pas de nouvelles méthodes d'évaluation des actions et ne se basait pas sur des informations peu diffusées : *« L'originalité, c'est toutes les règles de gestion. Les modèles, finalement, c'est pas ce qui nous apporte le plus. C'est de savoir comment on les met en œuvre, comment on les arrête, enfin, c'est tout ça qui est important* […] *quand est-ce qu'on les mets en cause ».*

Le *hedge fund* Alpha était établi selon des règles de la gestion institutionnelle. Les données, les modèles et le fait même de définir un *process* et de le communiquer dans tous ses détails à une hiérarchie, ce que Julie appelait la *« transparence »*, s'inscrivaient de manière générale dans la gestion institutionnelle, et étaient concrètement dans ce cas validées selon des procédures établies de manière hiérarchique à la Compagnie Universelle. Les savoirs-faire mobilisés étaient eux aussi, selon la présentation de Julie, issus de l'expertise d'investissement institutionnel. En même temps, le rapport de Julie et Charles à l'*« originalité »* que constituait le *process* correspondait à l'imaginaire du *hedge fund* indépendant.

La tension organisationnelle du gérant « libre » d'un hedge fund *institutionnel*

Le *hedge fund* Alpha était organisé par son inscription institutionnelle. Selon ses statuts, il n'y avait pas de *lock up*, de pénalité à la sortie ni de *ticket* d'entrée minimum. Ces règles semblaient d'ailleurs plutôt abstraites à l'époque de mes observations, puisque l'argent

appartenait à la Compagnie Universelle. Le fonds s'inscrivait plus dans une stratégie d'exploration consistant à *« faire du* hedge fund *»* que dans le développement d'une technique innovante permettant une « création de valeur » plus efficace pour le gérant et ses clients. Ceci expliquait le refus de la hiérarchie de commercialiser le produit et le statut de Julie dans l'entreprise. Alpha était coté à Dublin, mais Julie n'était pas payée comme un gérant de *hedge fund* indépendant. Son salaire fixe, de près de 100 000 euros par an, n'était pas un multiple de ses fonds sous gestion, et son bonus, lié à la performance de son fonds, dépendait de l'arbitraire de son directeur. Son fonds était comparé à l'indice de *hedge funds* produit par HFR[635], mais ceci ne s'inscrivait pas dans une démarche commerciale, alors que selon Julie il y avait un *« marché de fonds de fonds »* qui seraient intéressés par son produit. Y compris dans le cas où sa hiérarchie à la Compagnie Universelle aurait décidé de commercialiser Alpha, ceci aurait été probablement fait par les équipes commerciales auprès d'une clientèle générale de l'entreprise, comme dans le cas d'Armand gérant du *hedge fund* investissant en produits dérivés de matières premières à Acme. Contrairement à ce dernier, Julie considérait son inscription dans l'institution comme un point de départ à dépasser.

L'*« originalité »* sur laquelle était basé le *hedge fund* Alpha était censée être le fait d'une recherche propre à Julie et à Charles, même si elle avait été le produit d'une négociation avec les instances de *« validation »* de la Compagnie Universelle. Son style de vie correspondait selon Julie à celui d'un gérant indépendant. Elle n'avait pas d'horaires fixes ni d'obligation d'être présente dans les bureaux de la Compagnie Universelle. Parfois, elle gérait le fonds depuis chez elle et, passé le moment d'effectuer des opérations d'achat de vente, le matin, elle dédiait le reste de la journée à faire de la recherche et à établir des contacts professionnels en compagnie de Charles. Comme je l'ai décrit plus haut, Julie et Charles présentaient leur travail à la Compagnie Universelle comme une étape dans un parcours professionnel indépendant des institutions, qui pourrait les mener à gérer leur propre *hedge fund* et faire fortune en établissant leurs propres relations commerciales. Leur rapport à la liberté de conception du *process* et au quotidien de sa gestion, qui permettait justement de dégager du temps pour commercialiser le fonds, était en contradiction, selon eux, avec les contraintes organisationnelles dues à son inscription dans la Compagnie Universelle.

Le départ très conflictuel de Julie et de Charles de la Compagnie Universelle, que j'ai décrit plus haut, était compris en partie comme une manière de resituer Alpha dans l'imaginaire des *hedge funds* indépendants. Pendant mes observations, Julie percevait des

[635] Hedge Fund Research, cf. https://www.hedgefundresearch.com/

allocations de l'assurance-chômage et Charles vivait de ses rentes et de sa rémunération comme consultant pour La Chimique. Ils considéraient qu'ils allaient profiter de la liberté due à la nouvelle situation de Julie pour établir des contacts commerciaux et développer enfin la stratégie d'indépendance que la Compagnie Universelle leur avait interdite.

L'inscription du *hedge fund* Alpha dans une stratégie de commercialisation d'un fonds indépendant impliquait de le redéfinir selon un imaginaire différent de celui qui avait permis son développement au sein de la Compagnie Universelle. Au lieu de correspondre aux règles de *« contrôle des risques »* institutionnels et d'être rassurant du fait de l'utilisation de données et de modèles d'évaluation classique, le fonds devait être redéfini comme faisant partie d'une catégorie de *hedge funds* spécifique, avec des rendements particuliers qui devaient l'imposer face à des fonds comparables. Par ailleurs, Julie ne pouvait plus jouir de la confiance qu'inspirait à ses supérieurs son statut d'employée appréciée pour son travail. Elle devait s'imposer comme un gérant performant selon des critères, organisationnels et financiers, qui restaient flous[636]. La redéfinition commerciale du *hedge fund* Alpha impliquait de décrire ses règles de gestion, ou de les changer, à partir de catégories encore en cours de stabilisation. Je décrirai brièvement les règles de gestion du fonds pour analyser ensuite comment les membres de Hedge Consulting cherchaient à le transformer, selon une logique d'innovation, afin de s'intégrer commercialement à la distribution de ressources par la finance contemporaine.

2) La distribution de ressources selon le *process* du *hedge fund* Alpha

Avec 30 millions d'euros de la Compagnie Universelle investis en actions cotées, le *hedge fund* Alpha faisait partie des manières dont la finance contemporaine distribuait des ressources. Les règles de cette distribution qui étaient définies dans le *process* du fond agençaient de manière *« originale »* les éléments et de la définition de la valeur et de l'investissement que j'ai analysés dans les parties précédentes. Le fonds utilisait la technique *long/short* à partir d'une approche fondamentale et relative de la valeur des actions, définie selon des traitements statistiques de certains indices boursiers institutionnels considérés comme *« le marché »*. Ces définitions de la valeur étaient encadrées par des mesures de

[636] Si les déclarations des performances des *hedge funds* pouvaient souvent être soupçonnées d'un habillage comptable, comme je l'ai évoqué plus haut, ceci était d'autant plus le cas pour les fonds en « *shadow* », dont les résultats pouvaient changer à tout moment, en refaisant des régressions sur les données historiques.

« contrôle des risques » qui limitaient entre autres la volatilité de la performance du fonds par rapport aux indices boursiers auxquels il était comparé.

Un hedge fund « Long/short Global Equities quant »

Les trente millions d'euros étaient investis à parts égales dans trois *« marchés »* définis par les indices des grandes capitalisations cotées en Europe, au Japon et aux Etats-Unis produits par Morgan Stanley. Dans chaque *« marché »*, il y avait deux *« poches »*, une *long* et une *short*, chacune avec 25 titres. Les règles du fonds permettaient d'atteindre un levier de 2, mais Julie avait fixé les modèles pour qu'ils ne s'écartent pas du levier de 1, c'est-à-dire que pour 10 millions investis *long* en 25 actions japonaises, il y avait des positions *short* en 25 autres pour le même montant. Dans chaque *« poche »*, le choix des actions répliquait la pondération par secteurs de l'indice de référence, ce qui était décrit comme *«* sector neutral *»*[637], c'est-à-dire que l'investissement ne visait pas à faire des paris par secteur. L'investissement était aussi *«* currency neutral *»*[638] puisque si les investissements dans les actions cotées au Japon et aux Etats-Unis n'étaient pas en euros, le taux de change était fixé sur le long terme par des *swaps*. Les revenus du fonds étaient censés ne provenir que des différences de variation des prix à long terme entre les positions *long* et les positions *short*.

Ces positions étaient choisies à partir d'une approche statistique des évolutions des prix sur sept ans. Cette approche distinguait deux éléments. D'une part, elle cherchait à différencier les actions cotées selon que leur prix allaient monter ou baisser, selon l'approche de la valeur relative. Par ailleurs, en analysant les dérivées des courbes des indices et des moyennes mobiles, l'investissement pouvait faire des paris sur l'évolution future du *« marché »* dans son ensemble, en achetant des *futurs*, de manière similaire à celle du fonds « personnel » de Paul, d'Acme, que j'ai décrit dans la première partie de ce texte.

Une évaluation fondamentale et relative statistique

Julie m'expliquait en entretien que pour établir son *process* elle n'avait pas besoin de connaître les entreprises dans lesquelles elle investissait comme le ferait un analyste financier. Son approche des actions était strictement statistique. Chaque entreprise cotée était appréhendée à partir de l'évolution passée de ses prix, avec une profondeur historique de sept ans, notamment du fait qu'il n'y avait pas toujours de données plus anciennes pour toutes les

[637] « Neutre concernant les secteurs ».
[638] « Neutre concernant les devises ».

entreprises qui constituaient son *« univers d'investissement »*. *« Le marché »*, me disait-elle, était *« un outil, qui apporte de la liquidité »*, c'est-à-dire des flux monétaires dans lesquels elle pouvait agir facilement.

Les entreprises étaient choisies à partir de leur relation à leur indice de référence produit par Morgan Stanley.Les 25 entreprises qui, historiquement, avaient le plus sur-performé l'indice étaient inclues dans la poche *long*, les 25 qui au contraire avaient le plus sous-performé constituant la poche *short*. Cette distinction était établie en analysant selon quels modèles ces entreprises étaient le mieux valorisées. Ainsi, Julie faisait des tests avec plusieurs ratios sur les données comptables de chaque entreprise, ce qui était censé lui permettre de dégager un *« consensus du marché »* quant à la manière d'évaluer les entreprises : *« on sait que ceux qui travaillent sur le Japon utilisent beaucoup des* price/book*, des choses comme ça, donc en fait on voit très bien sur un marché s'il y a moyen de créer de la valeur dessus.* […] *tu le découvres en testant tous les modèles, tu vois quels sont les modèles qui fonctionnent. Donc aujourd'hui on peut voir que sur l'euro et les US, c'est le même type de modèle qui fonctionne et que le Japon est à part »*. Le choix des entreprises dans lesquelles investir se faisait en considérant que ce *« consensus »* sur l'approche de l'évaluation allait se maintenir. Les prévisions sur l'activité des entreprises, et donc sur la manière dont les ratios pertinents pour les choisir allaient évoluer, étaient tirées du *« consensus des analystes »* publié sur Bloomberg, Charles expliquant que puisque les prévisions étaient de toute façon incertaines et les mouvements des prix aléatoires, il n'y avait pas de raison de se fier à un analyste plutôt qu'à un autre. Cette approche statistique concernait aussi les prix. Lorsque les modèles avec les prévisions indiquaient que le prix d'une action de la poche *long* allait baisser, ou que celui de la poche *short* allait augmenter, en se détachant de son historique, la vente ou l'achat étaient effectués uniquement au prix de clôture. Ceci permettait de les lier statistiquement aux données historiques, qui reprenaient ce prix. L'achat ou la vente à un autre moment de la journée ne se justifiait pas, selon Julie, puisque les évolutions dans la journée étant aléatoires, il n'y avait pas de moyen de modéliser des stratégies de *trading* sur une journée.

L'approche statistique des prix des actions mobilisait ainsi les méthodes d'évaluation fondamentale pour établir une évaluation relative. Tout en refusant l'évaluation spéculative à court terme, le *process* était défini de manière strictement spéculative, en considérant que les prix allaient évoluer en raison de la manière dont ils étaient évalués par les acteurs concernés, subsumés dans des représentations statistiques comme les *« consensus des analystes »* et les indices des prix. Si l'hypothèse de l'« efficience des marchés » était rejetée, les outils qu'elle

légitimait, comme les indices et la négation de l'importance de l'évolution des prix à court terme pour « créer de la valeur » organisaient l'évaluation des actions. Les approches fondamentale, relative et spéculative de la valeur étaient ainsi mobilisées dans une approche statistique dans laquelle le sujet libre évaluateur ne réalisait pas son potentiel en définissant son rapport à chaque entreprise cotée comme objet, mais en définissant son rapport à un ensemble de données statistiques sur les actions et les indices, qu'il était capable de redéfinir pour en tirer un revenu monétaire, c'est-à-dire *« créer de la valeur »*. Tout en reprenant les éléments des imaginaires de l'évaluation et l'investissement que j'ai décrits dans les deux premières parties de ce texte, l'approche développée par Hedge Consulting les agençait, par exemple, différemment de Paul, gérant « classique » d'Acme dont j'ai parlé plus haut.

Un encadrement de l'investissement par le « contrôle des risques »

En entretien avec moi alors que je venais d'arriver à Hedge Consulting, de même que dans les présentations écrites du *hedge fund* Alpha, Julie insistait sur la différence entre son approche de gestion et ce qu'elle percevait comme le *trading*. Contrairement à ce dernier, toutes ses décisions d'achat et de vente dépendaient des ordres d'achat ou de vente produits par le logiciel qui appliquait quotidiennement les modèles d'évaluation aux cours des prix. Elle n'agissait donc jamais selon son *« intuition »*, par *« sentiment »* ou en réaction à un phénomène de court terme lié par exemple à des rumeurs ou à des mouvements spéculatifs. Julie remarquait que la prise de positions *short* était particulièrement dangereuse puisque l'augmentation du prix d'une action qu'on avait empruntée était *« potentiellement infinie »*, contrairement à la perte possible d'une position *long*, qui ne pouvait être au maximum que le prix de l'action. Elle justifiait de ce fait que son *process* contienne de nombreuses règles de *« contrôle des risques »* qui tendaient à limiter la volatilité du fonds et ses pertes potentielles et qu'on pouvait trouver dans des manuels classiques de gestion de portefeuille.

Le fonds était ainsi en partie défini par son *« ratio de Sharpe »*, qui rapporte la performance du fonds (minorée du taux « sans risque ») à la volatilité (mesurée par l'écart type de ses performances sur la longue durée). Ceci permet de synthétiser en un chiffre les hauts et les bas connus par le fond par rapport à sa performance sur le long terme. Un ratio de Sharpe faible suppose que la volatilité est élevée par rapport à la performance. Julie m'expliquait que son fonds était structuré, à partir des données historiques, pour avoir un ratio de Sharpe proche de celui des fonds de la gestion « classique », même si cela impliquait avoir des performances moindres, car elle prenait moins de risque. La présentation du fonds

comportait aussi le calcul de la *« value at risk »*[639] qui mesure combien d'argent peut être perdu avec une probabilité fixe, par exemple de 5%, un chiffre que Julie reprenait comme une référence commune dans la profession[640]. Julie mettait également en avant la *« gestion du* draw down *»*, c'est-à-dire le fait qu'elle s'engageait à refaire une mise au point avec les investisseurs à partir du moment où les pertes atteignaient le seuil de 10%.

Ces critères étaient intégrés dans les logiciels de choix des actions dans lesquelles le fonds investissait. Ainsi, ces choix étaient censés être fondés sur une évaluation fondamentale des actions, une évaluation relative, le rejet de l'évaluation spéculative et le respect de limites des pertes et de la volatilité qui devaient demeurer proches de la gestion « classique ». Les performances des *hedge funds* étaient comparées aux indices des actions dans lesquelles il investissait et aux indices reprenant les performances des fonds de gestion « classiques » et « alternatifs ». Ceci était censé être le fait d'une équipe indépendante définissant la valeur de manière libre et plus performante que ce que les institutions pouvaient se permettre. En même temps, c'était le produit d'une organisation hiérarchique, celle de la Compagnie Universelle, où Julie avait été employée. Une fois que Hedge Consulting se projeta comme équipe indépendante, la définition de sa stratégie, qui mobilisait de manière *« originale »* toutes les logiques légitimes de l'évaluation et de l'investissement, restait labile. Elle concernait à la fois la description de ce qui avait déjà été fait et des transformations possibles dans le but de sa commercialisation.

3) Les possibles fragmentés de la distribution de ressources par le *hedge fund* Alpha

Selon son *process*, le *hedge fund* Alpha était défini comme un *«* long/short Equities » investissant dans le monde entier.Sa « décorrélation » était définie par son béta, c'est-à-dire le rapport entre ses performances et les indices des actions dans lesquelles il devait investir. Son *béta* étant en principe très proche de zéro, il pouvait être défini comme *« market neutral »*, c'est-à-dire que ses performances ne dépendaient pas de l'évolution du *« marché »*, définie ici par les indices produits par Morgan Stanley. En même temps, ceci était dû au fait que les bétas des investissements faits aux Etats-Unis et au Japon, qui n'étaient pas égaux à zéro, s'annulaient dans le calcul du béta du fonds. Se posait ainsi la question de la classification

[639] « Montant mis en risque».
[640] Cf. par exemple Jacquillat, B., Solnik, B., *Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques*, *op. cit.*, pp. 96-101 et 325.

d'Alpha, dans le but de l'intégrer dans une démarche commerciale. Dans la discussion que je retranscris partiellement ici, les membres de Hedge Consulting mobilisent leurs différents savoirs sur les *hedge funds* pour développer à la fois une compréhension du *« marché »* et une stratégie pour vendre Alpha à de possibles investisseurs institutionnels. Le rapport statistique aux indices d'actions et la décorrélation organisent une tension qui n'est pas résolue après près de deux heures de discussion, entre 18h et 20h, dans un bureau de La Chimique, à Rungis.

Charles [min. 0 :45] *: Bon, on essaie tous les quatre de se concentrer et de bien réfléchir au problème. Notre problème c'est d'essayer de bien comprendre ce que c'est que la performance absolue, est-ce que c'est de la performance relative ? C'est vachement important !*

Moi : je répète la question qui est cruciale [je lis à partir d'un texte glané par Charles] *: « est-ce qu'on crée de la valeur à partir du marché ou à partir de savoirs-faire ? »*

Charles : voilà !

Moi : deuxièmement : « si vous pensez que votre savoir-faire est de prévoir le marché, dans lequel des deux cas êtes-vous ? »

Charles : voilà, exactement, ça, ça doit être modulé par l'origine des hedge funds*. Il est clair que l'origine des* hedge funds *c'est le* risk aversion[641] *contre le risque des marchés.* […] *Ce qu'on appelle le* hedge fund*, le* hedge*, c'est de dire : « je prends des risques qui ne sont pas les risques de marché »* [il dit et écrit sur un tableau] *«* hedge *» égal « risque différent de celui du marché »*. […] *Si l'on va dans cette logique-là, ça veut dire qu'on a des risques différents et que l'on crée et que l'on perd de la valeur d'une manière différente aux marchés. Maintenant le problème qui se pose c'est que lorsque l'on a des* hedge funds*, la plupart des* hedge funds *se font sur des sous-jacents que sont les marchés. Je reprends en fait le* hedge fund *Alpha et je définis un alpha plus et je définis un alpha moins*[642]*. Comment est-ce que je définis mon alpha plus ?Je définis mon alpha plus comme étant une sur-performance par rapport à un* benchmark*, c'est-à-dire au marché : donc, je ne suis pas un* hedge fund *! Comment je définis mon alpha moins ?Comme une sous-performance par rapport au marché, donc je ne suis pas dans un* hedge fund *! Deuxième observation : lorsque je définis un béta zéro, c'est arbitraire, c'est arbitraire, parce que je peux très bien être dans*

[641] « Aversion au risque ».
[642] L'« alpha » étant ici l'écart entre la performance de l'investissement et la performance du *« marché »* (défini par l'indice de référence), le « plus » étant la « poche *long* » et le moins la « poche *short* ».

un savoir-faire qui crée des bétas positifs ou négatifs par rapport au marché, c'est-à-dire qui sont différents de zéro, mais qui ne sont pas des risques qui sont ceux du marché. J'achète des valeurs, stratégie par paires, j'achète des valeurs qui sont des valeurs value*, donc un portefeuille de* value*, qui a un béta inférieur à un, je vends des valeurs, toujours dans une stratégie par paires, je vends des valeurs qui sont* growth*, avec un béta qui est donc supérieur à un, j'ai donc un béta qui est négatif. Or, je suis en* hedge fund*, c'est-à-dire que mon savoir-faire c'est de dire que Renault est supérieur à Peugeot, que machin est supérieur à machin, et j'ai bien un béta qui n'est pas égal à zéro.Ici* [signale sur le tableau la poche « alpha plus »] *je ne suis pas en* hedge*, je suis un* benchmark*, je cherche à sur-performer le benchmark, je suis ce qu'ils appellent en* relative value *au* benchmark*, je suis ici* [signale sur le tableau la poche « alpha moins »] *en* relative value *et je fabrique ici* [signale le résultat : le *hedge fund* Alpha] *un béta qui est égal à zéro et ben là, je ne suis pas en* hedge fund *! Maintenant, démerdez vous !* [grands rires] *A vous !* [silence de plusieurs secondes, min 5 :46]

Moi : le gérant ?...

Julie : je ne suis pas d'accord !

Moi : fight !

Julie : grrrrrr ! [tous rient] […] *Quand vous achetez un portefeuille qui sur-performe le marché et vous vendez un portefeuille qui sous-performe le marché, le marché s'annule, il n'y a plus de marché, le risque de marché s'est annulé, par construction !*

Charles : oui, mais par construction, vous êtes benchmarké*, et par construction vous êtes en* relative value*.*

Julie : non je ne suis pas d'accord ! […]

Charles : ah si ! ils disent[643] *que toutes les stratégies* […] *classiques, c'est-à-dire la culture traditionnelle des gestionnaires, qui est une culture de* relative value *par rapport au marché, c'est une culture qui n'est pas adaptée au paradigme des* hedge funds […]

Julie : Renault contre Peugeot […] *en général* […] *la volatilité des actions dépend presque à 90% de la volatilité des marchés* […]

Pierre-François : […] *je pense que c'est une visualisation qu'on utilise pour faire comprendre aux gens ce que l'on fait* […] *On veut mettre en évidence un alpha plus et un alpha moins, pour faire comprendre les choses aux gens, donc on est obligé d'intégrer le* benchmark*, mais dans la réalité, le* benchmark*, on s'en fout, et elle a raison de dire : « il est annulé » on s'en fout ! sauf si on explose…*

[643] Lisant un document produit par un *hedge fund*.

Julie : on aurait très bien pu faire des back tests *où on fait 25* long *moins 25* short*, sans regarder le marché, et faire une analyse du portefeuille uniquement en alpha*[644]*…*

Charles : donc à ce moment-là vous ne vous occuperiez pas du benchmark…

Julie : on peut faire un algorithme, hein ! […] *mais le mec qui fait du Renault contre Peugeot, il ne s'occupe pas du béta* […] *mais qualitativement il apparaît.* [min : 10 :45] […] [min : 15 :40] *: il faut que les sensibilités au marché soient les mêmes* […]

Julie [min : 20 : 53] *: Si on veut éliminer le risque de marché, il faut bien à un moment le calculer, donc il faut bien introduire la notion de « marché » dans le* process*. Par construction, il faut bien qu'il apparaisse quelque part, il faut bien vérifier, contrôler qu'on a pas de risque de marché. Si t'achètes deux actions qui sont euh… qui ont des risques de marchés qui sont différents, enfin des bétas différents, tu vas garder le même risque à la fin. Si le but c'est d'annuler… enfin, moi j'ai lu dans plusieurs papiers que le but des* hedge funds *c'est d'annuler le risque de marché…*

Charles : ben, c'est une définition…

Pierre-François : mais est-ce que c'est la bonne ?! […]

Charles [min : 24 : 24] *: notre problème c'est d'essayer de comprendre, nous, qu'est-ce que le marché aujourd'hui doit avoir comme référence pour classer les différents actifs des* hedge […] *dans les* hedge funds*, si on en croit les indices, on a à peu près 40% de* long/short*, d'où mon idée de dire : « est-ce que le savoir-faire c'est aussi de prédire le marché ? »* […] *rien nous empêche de dire : « il y a deux catégories d'actifs. Il y a des* hedge funds *qui ne créent jamais de valeur de marché, et puis ceux qui peuvent utiliser le marché pour créer de la valeur ». On a parfaitement le droit de le dire, mais à un moment donné il faut le dire, il faut le définir.* […] *Est-ce que le béta est une bonne indication ? C'est pas sûr, hein ? Franchement, ça pose des problèmes, hein ?* […] *quand on lit la littérature, ils raisonnent comme ça, hein ? ils font complètement abstraction du marché…*

Moi : moi je pense qu'ils font abstraction du marché en ce qui concerne les objectifs de performance, pas dans la stratégie…

Charles : opératoire ?

Julie : je suis d'accord…

Pierre-François : moi aussi…

Charles [grands rires] *: il y a une alliance tactique !* [rires] *mais, vous comprenez ce que je veux dire, on en arrive à un point, lorsqu'on tourne ça dans tous les sens, on a*

[644] C'est-à-dire uniquement à partir des gains que peut apporter le gérant, sans prendre en compte les « facteurs de marché » et « spécifique ».

compris, [rires] *mais non, on a tous compris de quoi on parlait ! On a tous compris une chose, c'est qu'on a besoin de dresser un cadre qui serve de référence, et qui soit logique et rationnel.Un cadre n'est pas plus vrai qu'un autre, c'est une définition, on s'en fout, il faut simplement qu'il soit adapté à l'univers des* hedge funds *auquel on appartient* [min : 28 :20] […]

Charles [min : 35 : 25] *: le problème, lorsque vous dites : « je crée de la valeur, mon objectif c'est de créer de la valeur », c'est qu'il faut définir le risque. Si vous avez un risque qui est supérieur au risque du* benchmark*, vous ne progressez pas. De la même manière, si vous prenez le* benchmark*,* […] *voilà le marché fait ça, il baisse, il monte, il baisse, il monte* [Julie rit] *moi, je prends…* [Julie rit] *parce que je vous signale, c'est ce qu'on a vendu à FTG*[645]*, vous ne vous en êtes même pas rendu compte, mais c'est ce qu'on a vendu à FTG sur cette partie-là ! Je démarre, je suis exposé à zéro, le marché monte, mes indicateurs me disent : « ah ! le marché a monté », je m'expose à un, et puis le marché continue à monter, je m'expose à n, si mon modèle est bon, je vais revenir à une exposition à zéro pendant que le marché continue à monter. Je suis bien dans une logique de création de valeur, vous êtes d'accord, je me fous de savoir si le marché a démarré là, ou fini là : j'ai capturé ! j'ai capturé. Le marché baisse : mon modèle, au bout de trois mois dit : « tiens, il y a le marché qui baisse » et je m'expose au marché. Pendant une certaine période je m'expose à n, j'ai capturé : pof, je me fous à zéro, d'accord ? Si vous regardez ça, qui est tout à fait théorique, hein, tout à fait théorique, j'ai bien fait de la capture, je ne suis pas corrélé au marché, mais quelle est la source de ma capture ? c'est une connaissance du marché. C'est pour ça que je me posais la question de savoir si, dans le savoir-faire, il n'y a pas ça aussi, c'est capter des* up ticks *du marché et capter des* down ticks[646] *du marché.* [min 38 : 10][…]

Charles [min 46 :42] *: la demande du marché qui a présidé à l'envolée du marché des* hedge funds*, c'est le* risk aversion *au marché, au risque de marché. C'est-à-dire qu'il y a une demande générale qui s'est faite sur de nouveaux actifs qui présentent un risque qui n'est pas celui des marchés. C'est quand-même de ça dont il est question fondamentalement* […] *ils veulent autre chose* […] *la demande fondamentale c'est de dire je ne veux plus du risque/rendement de marché, c'est ça !*

Julie : ils veulent des risques spécifiques…

[645] Fonds de fonds avec 100 millions d'euros sous gestion, établi en France. Charles connaissait le gérant personnellement, mais celui-ci n'a finalement pas investi dans Alpha.
[646] Les indicies boursiers augmentent ou baissent en termes de « ticks », leur unité de mesure.

Charles : ils veulent d'autres risques/rendement […] *ce qu'il faut c'est redéfinir un cadre. Un cadre… on ne peut pas dire… dire qu'un produit financier fait 20% ça n'a pas de sens, il faut au moins raisonner en Sharpe, au moins !*

Julie : nous on l'a fait hein !

Charles : je suis d'accord [grands rires] *mais au moins, c'est un minimum* [tout le monde rit]

Julie : on a dit : « Alpha, entre 15 et 20%, quoi qu'il arrive, avec un ratio de 2 » [Charles fait un geste conciliant ironique] *si ! si ! on l'a dit !* [tout le monde rit]

Charles : mais… vous êtes en train de mélanger le marketing… le marketing est adapté à une culture ambiante à un moment donné ! attendez, je suis désolé moi, que je vende un produit financier ou que je vende un produit industriel, je ne suis pas là pour évangéliser les foules ! […] *il faut pas se tromper de cible, quand même ! on est pas là pour dire, pour inventer, nous, la vraie vraie vérité des produits financiers ! on s'en fout ! on est là pour faire du pognon, c'est pas pareil !*

Pierre-François [entre les grands rires des autres] *: ah ! enfin ! voilà ! enfin un discours qui m'intéresse, alors, je vous écoute !*

Charles [tous continuent à rire] *: bon, ça me dérange pas, ce que je veux dire, c'est qu'aujourd'hui, pour bien avoir du pognon, il faut être crédible, par rapport à ça, parce qu'il y a des gens qui vont nous dire : « ah ! LTCM ! ah ! Manhattan ! ah ! vous aviez dit 20% et vous êtes à -2 ! » il y a des gens qui vont nous dire ça. Il faut savoir répondre à ça. Si on veut répondre en étant crédibles, il faut donner un cadre de référence qui soit crédible, c'est tout ce que je dis* [min : 51 :35] […].

Charles [min : 53 :00] *: aujourd'hui les marchés montent, qu'est-ce que vous allez leur proposer LTCM ou Manhattan, il ne vous écoutent même pas !* [grands rires] *donc il faut vraiment que nous on rentre dans un cadre qui soit négociable pour eux, il faut qu'il y ait quelque chose, sinon on s'en sortira jamais !* […] *ne serait-ce que pour nous, c'est vachement intéressant, on se fixe des objectifs de gestion, on va être jugés là-dessus, on va être jugés là-dessus, sur le* tracking error*, on va être jugés.* […] *on a la chance de pouvoir définir les choses : définissons, définissons !Eliminons les concurrences qui nous emmerdent : faisons plusieurs classes. Et pour être crédible il faut rentrer, à mon avis, sur des choses qui sont aussi crédibles que le* benchmark*. Vous voyez, un* benchmark*, c'est un* benchmark *! Alors, comment rentrer dans des choses qui sont aussi évidentes qu'un* benchmark *? C'est pour ça que moi je parlais, si vous voulez, de savoir si le béta,* […] *est-ce que le béta nous permet de différencier les styles de gestion ?* […] *est-ce qu'on prend simplement les bétas, ou est-ce*

qu'on est plus qualitatifs et est-ce qu'on accepte… des bétas… euh, comment dirais-je, euh… synthétiques… ben, nous on fait un béta synthétique, Julie…

Julie : ben oui, mais le produit, à la fin, le client il ne sait pas ce qu'il y a dedans, hein, il voit un béta qui est proche de zéro […] *à partir du moment où vous dites « béta », vous parlez de marché…*

Charles : mais moi je suis d'accord ! c'est la question que je posais tout à l'heure, si on dit « performance absolue *» on se fout du béta, c'est la manière de créer la valeur qui apporte, moi je suis d'accord…*

Julie : oui, mais dès que vous commencez à acheter des actions, il y a du risque de marché, même si c'est synthétique et à la fin ça s'annule, il y a un moment dans le process *où il y a écrit « béta égal tant »* [min : 57 : 22] […].

Charles : [il nous faut] *des définitions statistiques qui peuvent très bien nous permettre de borner les choses, et de dire « voilà, voilà ce qu'on appelle la catégorie A » et on peut donner deux ou trois classes d'*absolute return*. Et dans l'*absolute return*, est-ce qu'on rentre ou pas des bétas positifs ou pas* […] *vous serez obligé de les aborder, de les expliquer et de donner ensuite des exemples de fonds en disant : « ben voilà, tel type, tel type et tel type de fonds, ben voilà, le fonds de Monsieur Tartempion, il rentre parfaitement dans cette catégorie »* […] *parce que sinon, si on ne fait pas ça, on pêche de plusieurs manières, on pèche parce que c'est très difficile de vendre quelque chose qui n'est pas identifiable* [min : 60 :53] […].

Charles [min : 63 : 50] *: ça permet au moins d'éliminer cet espèce de euh… tissu euh… on ne sait pas de quoi on parle, tout est dans tout et son contraire et finalement il suffit de faire comme à … un certain endroit*[647]*, on met n'importe quoi, et on appelle ça des* hedge funds *! là on n'est plus crédibles, là on n'est plus crédibles du tout !* […] *quelle que soit la définition qu'on prendra, on éliminera ces pantins ! forcément…*

Moi : je sens une petite animosité… [rires]

Charles : c'est pas de l'animosité, c'est une obligation si on veut avoir une chance, au niveau de notre offre, d'être reconnus, c'est de pouvoir dire en quoi notre offre est différente ou pas différente des autres offres qui sont sur le marché. Et si on n'est pas capables de dire, et d'être crédibles sur ce qu'on dit, c'est-à-dire s'asseoir sur des observations statistiques qu'on ne peut pas mettre en doute, c'est pas la peine de continuer. Notre discours général ne serait pas crédible [min : 65 : 29][…]

[647] Allusion à la Compagnie Universelle.

Moi [min 65 : 40] *: je pense que les catégories on les a par styles. On ne va pas se casser la tête à trouver une vérité métaphysique alors que ce qu'on a c'est des gérants qui ont des styles, qui ont des stratégies qui sont plus ou moins typiques.* […] *ce qui se passe avec les* hedge funds*, c'est qu'il n'y a pas de* benchmark*, donc vous avez de mauvais gérants et de bons gérants et ça se voit, c'est tout !* […]

Charles [min : 68 :00] *: ouais, mais là vous pêchez encore une fois, parce que vous mettez tous les* hedge funds *dans le même sac. C'est faux, c'est faux, un* market neutral*... c'est complètement, un* market neutral *ça ne rentre pas du tout dans ce que vous dites. Il y a des repérages tout à fait consistants sur les* market neutral*. Et c'est d'autant plus vrai que si on fait ce repérage on verra effectivement que dans certains cycles de marché ces* market neutral *sont plus ou moins productifs, et ça c'est vrai ! c'est vrai ! et là vous avez effectivement des définitions de classes. Mais qu'est-ce qu'il fait, Logarithme, il fait exactement la même chose avec ses* clusters[648]*, ses* clusters *c'est exactement, c'est ce repérage-là, il dira : « voilà, par style, il y a des gars qui sont bons, ils sont consistants, il y en a qui sont hyperperformants, bon il faut aller voir derrière, est-ce que c'est vrai, leur style ou pas, ça pose un problème. S'ils respectent bien leur style, à ce moment-là on les mets dans un autre* cluster *et puis il y a ceux qui sont complètement différents, et bien ceux-là, voilà, paf, il faut les écarter », c'est exactement ce qu'il dit, hein !* […] *le problème c'est de dire si la population de* market neutral *est une population qui, en gros, produit tel profil de performance, ça a quelque chose de rassurant, alors que si l'univers des* market neutral *fait n'importe quoi, c'est pas rassurant du point de vue marketing* [min : 71 :10][…]

Charles [min : 73 : 26] *: ce que vous avez intérêt à dire, lorsque vous lancez un fonds nouveau, c'est que vous n'avez pas besoin d'être un génie pour faire comme la moyenne des autres, c'est ça que vous devez dire. C'est-à-dire réduire le risque que vous soyez mauvais, voilà. Si vous réduisez le risque que vous soyez mauvais, et ben les gens sont plus à l'écoute… de vous. C'est pour ça que je dis… alors, encore une fois, je ne sais pas si c'est un indicateur statistique qu'il ne faut pas… mais en tout cas il faudra qu'on soit cohérents sur le béta, à savoir si on rentre ou pas le béta comme un critère* [suit une conversation de près de trente minutes sur la notion d'arbitrage, les raisons de la chute de LTCM et les déclarations douteuses du gérant de FTG quant à son intérêt d'investir dans Alpha]

[648] « Groupes ». Logarithme applelait *«* clusters *»* les sous-groupes dans lesquels étaient distribués les *hedge funds* pour l'allocation.

Moi [min : 105 : 37] *: moi, ce qui me gênait c'est de dire : « c'est des catégories différentes », parce que par définition, c'est pas des catégories différentes. Alors, statistiquement, on peut voir des divergences, c'est ce que je voulais dire avec : « mauvais gérant, bon gérant », bon c'est peut-être des mots trop forts, c'est tout, mais c'est ça que je voulais dire, vous avez une moyenne…*

Julie : on peut parler de probabilités…

Charles : Julie, dites-vous bien que nous on va être jugés avec notre fonds en shadow *: qu'est-ce qu'ils vont nous demander ? « Combien de mois* up*, combien de mois* down *? » Est-ce qu'on est un vrai* market neutral *ou pas ? Est-ce qu'on fait 90%* [de mois ou la performance est positive] *? Non, nous on fait 60% ! ça il faut le dire, on va pas vendre quelque chose qu'on ne fait pas ! Alors, est-ce qu'on est* market neutral*, on a un béta qui se baladait entre +0,3 et -0,3, est-ce qu'on le met dans la définition de* market neutral *?*

Julie : en historique on est entre -0,2 et 0,2…

Charles : est-ce qu'on le met dans la définition de market neutral *ou pas ? C'est une autre catégorie…*

Julie : mais on était long *sur le Japon et* short *sur les Etats-Unis presque tout le temps, donc on n'était pas* market neutral…

Charles : au total on était market neutral*, puisqu'on avait un béta de zéro…*

Moi : non…

Julie : non…

Charles : non ? ben c'était la question que je posais au départ, est-ce qu'on accepte ou pas des béta synthétiques ? […] *il suffit qu'on s'accorde là-dessus, et à ce moment-là on l'écrit, on l'écrit dans le bouquin : « attention aux bétas synthétiques, par exemple nous qui avons fait le* hedge fund *Alpha, nous avions un béta synthétique qui était, au global, qui était de zéro, qui se baladait entre 0,2 et -0,2, donc qui était considéré comme étant zéro, mais enfin, ce n'est pas un vrai market neutral pour telle et telle raison ». Et on explique aux gens ! vous, vous aurez beaucoup plus d'adhésions si vous expliquez aux gens que si… que de mélanger tout, vous comprenez ? c'est ça que je veux dire. Et à ce moment les gens vont comprendre que notre* market neutral *ne fait pas 92% de mois positifs, c'est pas du tout de la même nature. Il reste que, en termes de performance, on peut peut-être faire plus à certains moments, et moins à d'autres, que les* market neutral *: c'est pas le même produit ! »*

Dans cette discussion où Charles est reconnu comme ayant le dernier mot quant à la stratégie commerciale, les membres de Hedge Consulting essaient de clarifier la classification

possible du *hedge fund* Alpha afin de le vendre. La spécificité des techniques d'investissement développées par Julie font que celles-ci, vendables comme *market neutral*, entrent difficilement dans un profil de rendement et de volatilité *« identifiable »* pour des investisseurs institutionnels selon une logique d'allocation. Les louvoiements des membres, qui découvrent des définitions possibles au fur et à mesure de la discussion, comme la notion de *« béta synthétique »*, sont recadrés régulièrement par le rappel des enjeux commerciaux par Charles. En même temps, ces enjeux sont eux-mêmes labiles : l'équipe s'est présentée de manières différentes selon les interlocuteurs et la pertinence des discours possibles sur leur stratégie demeure incertaine. De ces discours peut néanmoins dépendre la définition concrète de la stratégie à suivre, le fait de s'intégrer à un sous-groupe de *hedge funds* pouvant conduire l'équipe, selon Charles, à se donner des règles de gestion nouvelles.

En 2007, l'équipe réussit à s'intégrer, faiblement, dans la distribution de ressources par la finance contemporaine. Une grande institution les embaucha comme gérants pour investir, selon les règles d'Alpha, 6 millions d'euros sur les actions cotées au Japon. Ceci était dû, selon Julie et Charles, au fait que cette partie de la stratégie avait donné des résultats positifs, en *shadow*, depuis le lancement du fonds à la Compagnie Universelle, contrairement aux autres parties développées sur les actions cotées en Europe et aux Etats-Unis. La faible somme investie, avec des commissions selon la règle du « 1/10 », apportait peu de bénéfices à l'équipe, mais leur donnait surtout une visibilité et une capacité à démarcher de nouveaux clients. Julie avait perdu le procès contre la Compagnie Universelle et ses revenus provenaient de son intégration comme consultante de Hedge Consulting au sein de La Chimique. Elle m'expliquait dans une brève rencontre que leur retour dans la finance se faisait sans avoir résolu les problèmes organisationnels auxquels ils avaient été confrontés à la Compagnie Universelle. Ainsi, leur nouveau partenaire commercial voulait prendre une participation comme actionnaire supérieure à 50% dans le nouveau *hedge fund*, ce qui impliquait qu'il pourrait contrôler toutes ses activités et notamment son expansion commerciale, alors que les membres de Hedge Consulting proposaient qu'il n'ait qu'un statut de client allouant des fonds à gérer. La négociation était en cours la dernière fois que j'ai interagi avec Julie et Charles, mais elle se déroulait selon les tensions que j'ai décrites jusqu'ici comme étant constitutives de l'institutionnalisation des *hedge funds*.

Le *hedge fund* Alpha était le produit d'une exploration technique et commerciale des stratégies d'investissement et des manières de les présenter. Les catégories disponibles pour classifier le fond ne correspondaient pas de manière satisfaisante, pour les membres de Hedge

Consulting, à leur pratique. Elles n'étaient par ailleurs pas établies au sein des institutions comme des règles incontournables. L'équipe cherchait ainsi à se définir et à définir son environnement commercial, tout en essayant de l'influencer au gré des rencontres. L'espace de leur indéfinition était organisé par l'aspect fragmentaire des imaginaires qui constituaient l'institutionnalisation des *hedge funds*. En même temps, la capacité à produire des revenus sur le moyen terme permit aux membres de Hedge Consulting de participer, en tant qu'équipe innovante, à la distribution de ressources, sans que les questions de définition soient résolues. L'équipe continuait de se positionner de manière tendue entre l'imaginaire du *hedge fund* indépendant et le produit institutionnalisé. Charles remarquait l'aspect normatif de l'imaginaire financier, en considérant que si l'équipe n'arrivait pas à s'inscrire dans une évaluation relative des *hedge funds*, elle n'arriverait pas à s'intégrer dans les flux financiers de la finance contemporaine. Sans avoir résolu cette question, sa capacité à « créer de la valeur » lui permit une inscription dans les institutions financières faible, qui ne la mettait pas à l'abri de son éjection et qui ne l'intégreait pas dans les circuits de commercialisation des *hedge funds* comme produit financier. Les définitions de la valeur et des manières légitimes de la « créer » définissaient ainsi les possibles, multiples mais limités, de l'« innovation financière » comme pratique effective.

Conclusion de la 3ème partie : les possibles de l'innovation financière

L'expérience de recherche à Hedge Consulting permet d'observer des pratiques dans lesquelles l'innovation financière se fait au sein des tensions entre les différents élements de l'imaginaire financier sur la définition et la « création » de la valeur. Les acteurs cherchaient à se positionner entre la figure de l'investisseur libre et l'intégration des actifs financiers, conçus comme produits, dans les logiques commerciales des institutions financières (1). Ce positionnement permet de voir, par un cas concret, la force normative de cet imaginaire, qui définit les limites de l'« innovation financière » dans l'espace de pouvoir constitué par la finance contemporaine (2).

1) Les règles de l'innovation à partir de l'expérience de terrain à Hedge Consulting

Les membres de Hedge Consulting se situaient dans un espace des possibles fragmenté et en constitution, avec l'institutionnalisation des *hedge funds* comme *« gestion alternative »*. Cet espace était organisé en partie à partir d'un imaginaire des *hedge funds* comme petites entreprises indépendantes censées permettre la meilleure innovation dans les manières d'évaluer et de « créer de la valeur ». Cette indépendance, par rapport à des supérieurs hiérarchiques, à la réglementation des grands acteurs financiers et aux clients, était accompagnée d'un investissement du gérant avec son argent personnel. Le lien entre le sujet et l'objet d'investissement était le plus proche de l'imaginaire libéral du « sujet libre ». Cet imaginaire était d'autant plus important que mes observations avaient lieu après l'explosion de la bulle Internet, censée être due en partie à l'inertie des stratégies d'investissement indicielles. En même temps, leur « liberté » situait les *hedge funds* dans une ambivalence, du fait de la possibilité des excès dans les paris d'investissement et de l'illégalité, avec pour conséquence une déstabilisation générale de l'organisation financière.

Cette ambivalence était censée être annulée par l'intégration des *hedge funds* dans les stratégies d'investissement des grandes institutions financières. Dans ce cas, ils devenaient à leur tour des objets d'investissement, pour des « fonds de fonds » indépendants, appartenant à de grandes institutions, ou en tant que produit proposable par ces dernières à leurs clients habituels. Ceci impliquait des « limites » aux « libertés » qui faisaient la spécificité et l'ambivalence des *hedge funds* indépendants. Ces limites concernaient l'intimité du gérant, sa capacité à choisir sa stratégie d'investissement et les limites posées aux paris qu'il pouvait

faire. Elles s'inscrivaient dans une tentative d'assimiler les *hedge funds* à d'autres « classes d'actifs », avec des rendements et des volatilités historiques stabilisables statistiquement, de manière à les intégrer dans les logiques de diversification de l'allocation d'actifs.

L'institutionnalisation des *hedge funds* avait lieu en retenant de leur imaginaire d'indépendance l'idée qu'ils permettraient une meilleure « création de valeur » du fait de leur « liberté ». L'imaginaire homogène et ambivalent du gérant « libre » se fragmentait de manière tendue, voire contradictoire, dans les différentes possibilités commerciales de la « gestion alternative ». Celles-ci étaient notamment l'intégration des *hedge funds* à des produits standardisés, l'offre des fonds de fonds et la « disparition » des gérants « libres » avec l'utilisation de leurs techniques dans la gestion « classique » et dans l'allocation d'actifs. Selon les cas, les techniques ou l'image du gérant étaient plus importantes ou s'effaçaient complètement. Par ailleurs, l'impossibilité, à l'époque de mes recherches, de définir d'un point de vue pratique les *hedge funds* comme « classe d'actifs » avec des sous-groupes situait chaque stratégie et chaque organisation dans un espace incertain, glissant entre différentes catégorisations instables qui n'étaient pas communes à toute la profession.

La participation de Hedge Consulting à l'innovation financière que permettaient les *hedge funds* était marquée dès ses débuts par ces tensions. Ses membres cherchaient à vendre de manière indépendante le *hedge fund* Alpha, dont la stratégie d'investissement était le produit de l'organisation d'une grande institution comme la Compagnie Universelle. Les autres tentatives commerciales de l'équipe, comme consultants et représentants de fonds de fonds, ne s'intégraient par ailleurs pas dans un imaginaire unifié sur la « gestion alternative » avec leur activité de gérants. Dans leurs explorations pour changer le contenu du *process* d'Alpha et la façon de le présenter, tout en développant un savoir pour s'imposer comme consultants, leurs positionnement était variable, dans des espaces distincts avec des imaginaires qui communiquaient de manière fragmentée avec l'imaginaire du *hedge fund* indépendant et des approches institutionnalisées de la valeur. Ces positionnements s'agençaient avec des parcours personnels marqués par un rapport conflictuel avec les grandes institutions financières, des connaissances professionnelles diverses et des rapports différents aux règles de l'évaluation, qui se stabilisaient autour de la perspective d'établir des rapports commerciaux, voire de faire fortune.

Sans résoudre ces tensions, l'équipe réussit à s'intégrer à la distribution de ressources par la finance contemporaine en vendant une partie de leur *process* à une grande institution financière. Les quelques millions qu'ils investissaient en actions japonaises étaient ainsi distribués selon des règles *« innovantes »* au sein des possibles limités de l'agencement

des éléments de l'évaluation et de la « création de valeur » que j'ai décrits dans les deux premières parties de ce texte. Ces éléments, organisés et légitimés selon des philosophies politiques et morales libérales, dessinaient ainsi l'espace des possibles de l'innovation financière dans le cas étudié.

2) Le pouvoir d'innover dans la finance contemporaine

Les règles de l'évaluation et de l'investissement que j'ai décrites dans les deux premières parties de ce texte constituaient l'espace des possibles de l'innovation pour Hedge Consulting. Cet espace était multiple, car les éléments de la définition et la « création » de la valeur pouvaient être réagencés. Il était aussi limité, car ces imaginaires et les procédures de leur application dans des tâches professionnelles en dessinaient aussi les impossibles. Cette clôture définissait une modalité de la capacité d'innover dans la distribution de ressources par la finance contemporaine.

La clôture de l'innovation financière

Dans l'expérience de Hedge Consulting, les possibilités d'innover étaient organisées par les éléments de l'évaluation et de l'investissement que j'ai étudiés dans les deux premières parties de ce texte. Les techniques des *hedge funds* devaient pouvoir être définies comme le rapport d'un investisseur par rapport à un objet avec une valeur fondamentale, relative et spéculative, avec une liberté due à l'existence d'un taux « sans risque ». La rupture avec l'hypothèse de l'« efficience des marchés » se faisait dans une ambivalence qui cherchait à la rétablir ou devait se positionner difficilement comme basée sur un chaos qui n'était défini qu'en par négation par rapport à cette même hypothèse. Ceci était exacerbé par l'institutionnalisation, qui se faisait en redoublant ces impératifs dans la définition des *hedge funds* eux-mêmes comme ayant une valeur fondamentale, relative et potentiellement spéculative, du point de vue d'un investisseur qui devait pouvoir les comparer à un taux « sans risque ». Dans ces limites, les acteurs pouvaient explorer des agencements différents entre ces éléments, par exemple en insistant sur l'approche spéculative, comme les CTA, ou en cherchant à produire des approches *« originales »* comme celle du *hedge fund* Alpha, développant une approche statistique basée sur la valeur fondamentale et relative des actions.

Ces explorations devaient par ailleurs s'inscrire dans la logique de la *« création de valeur »*, c'est-à-dire dans la capacité à produire des profits plus ou moins stables pour des clients et pour soi-même. L'innovation était donc aussi la recherche de partenaires

commerciaux susceptibles d'investir dans de l'*« original »*. La production de nouveau était ainsi le fait de multiples interactions avec des professionnels divers afin de trouver des débouchés. Le contenu de ce qui était innové et la manière de l'interpréter à partir des éléments constitutifs de l'évaluation et l'investissement variant d'un échange à un autre, le flou des définitions étant en partie stabilisé par la possibilité de les transformer en flux monétaires par un contrat.

Les imaginaires de la définition et de la « création » de valeur, avec leurs procédures, leurs temporalités, au sein de tâches professionnelles, organisaient ainsi les possibles multiples et limités de l'innovation dans la distribution de ressources par la finance contemporaine.

L'innovation dans la distribution de ressources par la finance contemporaine

Pour Schumpeter, l'innovation, en tant que « destruction créatrice », permettait une « évolution » économique sans laquelle les échanges seraient stagnants. La « création monétaire » était définie par la capacité des détenteurs de capital à financer cette activité, dont l'aspect proche de l'autorité charismatique ébranlait et relançait des dynamiques sociales. Schumpeter comprenait ces phénomènes comme des rapports de forces, dans lesquels l'innovation dépendait d'un pouvoir plus fort, le pouvoir financier, qui orientait des ressources monétaires, du « pouvoir d'achat » en donnant la possibilité à l'entrepreneur de mobiliser des potentiels producteurs. La légitimité de ces rapports de forces provenait du fait qu'ils étaient le moteur d'une dynamique sociale menacée autrement de stagnation.

La présentation de l'innovation financière comme organisée selon la logique de l'amélioration des manières de *« créer de la valeur »* s'inscrit en partie dans cet imaginaire. L'innovation financière permettrait une meilleure distribution des ressources monétaires et redynamiserait les circuits financiers. Les *hedge funds* et encore plus par exemple le *private equity*, s'inscrivent ainsi dans des tentatives d'ébranler les logiques établies de distribution des ressources et, par là, de permettre leur meilleure allocation pour le reste de la population. Les débats sur l'aspect nocif ou « correcteur » des *hedge funds* pour les « marchés financiers » sont organisés par cette problématisation. La recherche à partir d'un exemple marginal, celui de Hedge Consulting, tend néanmoins à rappeler que la clôture de l'innovation limite justement le potentiel d'ébranlement qui légitime ces tentatives de produire de l'*« original »*. Les *hedge funds*, comme le micro-crédit, sont intégrés aux logiques institutionnelles d'évaluation et de stabilisation des profits qui se retrouvent dans les pratiques financières désignées comme *« classiques »*. L'innovation ne peut avoir lieu que si elle

mobilise et reproduit les imaginaires de l'évaluation et de la « création » de valeur qui organisent la finance contemporaine en la légitimant à travers l'inscription des tâches professionnelles dans des philosophies politiques et morales libérales. La clôture de l'innovation dessine de manière négative l'espace des possibles dans lequel la distribution de ressources financière pourrait être autre.

Conclusion : la finance contemporaine comme espace de pouvoir

Cette recherche avait un caractère exploratoire, en ce qu'il s'agissait d'appliquer une méthode d'enquête de terrain à un objet qui a rarement été approché par ce biais. Du fait de la régularité des tâches professionnelles et de l'aspect global des rapports financiers, les résultats de chacune des parties permettent de poser des questions sur des phénomènes beaucoup plus étendus que ce qui se passait dans un seul bureau à un moment donné. En même temps, ils restent partiels et fragmentaires, constituant plus un point de départ pour de prochaines recherches qu'un ensemble de données à partir duquel je pourrais « conclure » quelque chose. Cette conclusion visera donc à rappeler quelques éléments stabilisés dans ce texte en ce qu'ils permettent de formuler des questions pour des recherches futures.

Les résultats de cette recherche sont le fait d'une méthodologie spécifique, l'observation participante utilisée pour décrire des logiques de pratiques en situation. Les rapports financiers sont ainsi approchés comme des rapports de force quotidiens et situés. Des imaginaires de la valeur, à la fois financiers, politiques et moraux, organisent des tâches professionnelles explicites que les personnes observées réalisent de manières variables et avec des rapports affectifs et identitaires différents (1).

Ces logiques d'action communiquent avec l'espace problématique défini en Introduction, en analysant les logiques à l'œuvre dans des entreprises de la finance contemporaine, avec lesquelles les Etats apparaissent comme fortement imbriqués. Des concepts et des légitimités de philosophies politiques et morales libérales s'agencent dans des rapports professionnels qui constituent les institutions par lesquelles sont distribuées des ressources dans le monde entier. Cette recherche donne ainsi des outils pour questionner l'organisation instituée d'une distribution globale et inégale des ressources monétaires. La finance contemporaine comme espace de pouvoir indique ainsi un horizon politique global commun, que l'anthropologie est en mesure de mettre en lumière et de questionner (2).

1) La finance contemporaine comme rapports de force en situation

Décrite comme rapports de forces en situation, la distribution de ressources par la finance contemporaine est apparue dans ce texte comme l'agencement de logiques pratiques

multiples mais limitées, concernant les imaginaires de la valeur, l'organisation du travail en tâches professionnelles et les parcours personnels de ceux qui les effectuent.

Des rapports de force en situation

Cette recherche a été menée en visant à décrire des régularités des pratiques financières dans des situations concrètes. Comme je l'ai indiqué en introduction, elle n'aurait pu avoir lieu sans un dialogue interdisciplinaire. Pour comprendre les logiques à l'œuvre dans les interactions auxquelles je prenais part, il était nécessaire que j'utilise des résultats de recherches en économie, en sociologie, en science politique ou encore un certain corpus philosophique. L'agencement de ces différentes sources était nécessaire pour rendre compte des enjeux, des possibles et des impossibles de chaque situation. Ceci était dû, entre autres, à l'importance des productions académiques en économie ou de la tradition philosophique libérale dans les pratiques quotidiennes. Par ailleurs, l'étendue des rapports financiers aujourd'hui fait qu'il est tout simplement impossible de les « observer » à partir d'un lieu à un moment donné. Toute transaction, toute évaluation implique d'autres acteurs, d'autres lieux, des temporalités variables et d'autres actifs financiers. La recherche à partir d'entretiens, de stages et de la lecture de documents n'est donc pas suffisante pour comprendre ce que l'on observe. Ici, ce dialogue interdisciplinaire a eu lieu en resituant toutes les logiques décrites par d'autres disciplines dans le quotidien des acteurs observés. Cette méthodologie m'a semblé appropriée aux moyens dont je disposais et aux terrains auxquels je fus confronté. Elle est liée à l'objet étudié, et pourrait montrer ses limites dans d'autres cas.

Les régularités ou « logiques » du quotidien des acteurs étaient multiples, concernant la définition des actifs financiers et des manières de les manipuler ou de les « créer », l'organisation du travail ou les rapports affectifs des personnes observées. Cette multiplicité restait plus ou moins ouverte à des agencements différents selon les personnes, les entreprises, et les situations, à travers des évolutions dans le temps concernant, pour la période de mes recherches, l'explosion de la bulle Internet ou encore des processus d'« industrialisation » et de « spécialisation ». En même temps, cette ouverture était limitée, dans une régularité qui stabilisait une distribution inégale de la distribution de ressources par les rapports financiers.

L'approche par la pratique permet de comprendre les rapports monétaires comme des rapports sociaux, avec des logiques spécifiques. La distribution de ressources monétaires peut ainsi être analysée comme une distribution de capacités à agir. L'inégalité dans cette distribution, stabilisée dans des rapports sociaux comme les institutions financières, décrit les rapports financiers comme des rapports de force. Ces rapports sont quotidiens, ils sont réalisés

dans les tâches professionnelles au sein des institutions financières, à travers des pratiques d'évaluation et d'investissement par lesquelles des ressources monétaires sont captées, créées et distribuées selon des logiques spécifiques. Les imaginaires de la valeur, l'organisation du travail et les possibles multiples et limités des parcours personnels dans les institutions financières constituent ainsi les logiques quotidiennes de rapports de force financiers qui sont aujourd'hui globaux.

Les imaginaires de la distribution de ressources monétaires par la finance contemporaine

Les concepts qui définissent les objets financiers et les manières de les manipuler s'inscrivent dans des philosophies politiques et morales libérales, qui organisent et légitiment les pratiques institutionnelles de distribution de ressources. L'évaluation est censée être le fait d'un « investisseur », défini par sa recherche d'un profit monétaire dans le temps, à plus ou moins long terme. Cet « investisseur » est défini comme « libre » par rapport à tout objet spécifique et à tout autre acteur. Concrètement, cette « liberté » est organisée par l'idée de l'existence d'un taux de rendement « sans risque » auquel tout « investisseur » pourrait investir à tout moment. A partir de ce taux, chaque objet financier peut avoir une valeur « fondamentale », définie par son rapport intrinsèque à ce taux, une valeur « relative », définie par la relation hiérarchique entre différents objets considérés comme « comparables » à partir de leurs caractéristiques « fondamentales », et une valeur « spéculative », définie comme le produit des logiques d'interaction entre les acteurs de l'échange, en dehors de toute caractéristique « fondamentale » de l'objet en question.

Comme je l'ai montré, ces différentes approches de la valeur s'informent les unes les autres à tout moment. Elles inscrivent la définition de la valeur financière et la distribution de ressources par l'achat et la vente d'actifs financiers dans des philosophies politiques et morales libérales, qui font partie de la généalogie des modèles d'évaluation et d'investissement et qui dessinent des possibles et des impossibles ainsi que des légitimités des pratiques financières. L'« investisseur » est compris dans ces imaginaires comme se réalisant en tant que « sujet libre », politiquement et moralement, à travers des échanges avec d'autres « sujets ». Dans cet échange, son rapport « libre » aux objets évaluables et échangeables, défini par sa capacité à « produire », est reconnu socialement à travers l'échange marchand et la définition d'un prix, et lui permet de « créer de la valeur ». La capacité du dispositif marchand à permettre la réalisation de ce « sujet libre » est alors un enjeu politique et moral fondamental dans la réflexion sur l'échange. Les imbrications entre les différentes approches

de la valeur et le fait qu'en dehors de l'optimisme moral concernant leur nécessaire égalisation, elles peuvent être perçues comme en décalage continu les unes avec les autres, organise les problématisations professionnelles sur la légitimité des pratiques financières.

Des tâches professionnelles

L'approche par les pratiques, sans présupposer de « sujet » ni de « volonté » qui pourrait se réaliser comme « libre » dans les rapports financiers, permet de voir que cette instance est une figure distribuée dans des tâches professionnelles. Les manières d'évaluer et d'investir sont organisées selon la figure d'un investisseur libre par rapport aux trois approches de la valeur. Dans les pratiques des personnes que j'ai observées, le rapport aux taux d'intérêts directeurs, à la législation et à la régulation des échanges par des instances diverses sont pratiqués dans des tâches professionnelles qui sont à la fois organisées et légitimées par cet imaginaire. La définition du prix théorique d'une action cotée lors d'une conversation téléphonique, la signature d'un contrat de gestion avec une entreprise d'assurances, la négociation du prix d'un ABS par téléphone, la redéfinition des règles de l'allocation d'actifs et l'exploration de méthodes innovantes d'évaluer et d'investir s'intègrent dans les concepts des philosophies politiques et morales libérales que j'ai décrits plus haut et qui dessinent en partie les possibles et les impossibles de la distribution de ressources.

La distinction hiérarchique des tâches se fait aussi en termes d'expertise par rapport aux approches de la définition de la valeur et de la capacité à la « créer ». Les tâches professionnelles peuvent être opposées en termes de différentes approches de la valeur, d'un employé à l'autre ou pour un même employé. La « création de valeur », comme capacité à générer des profits pour ses clients, son employeur et soi-même, peut elle aussi apparaître comme rétrécissant l'horizon temporel nécessaire à une « bonne » évaluation. Dans tous les cas, les imaginaires des philosophies politiques et morales libérales sont distribués dans des tâches professionnelles qu'ils organisent, en partie selon des logiques de « légitimité ».

Des parcours et des positionnements personnels multiples et limités

Pour chaque personne en particulier, ces imaginaires ne sont bien sûr pas les seuls à l'œuvre, y compris en ce qui concerne la réalisation de leurs tâches professionnelles. Les employés agencent au quotidien des enjeux liés à leurs rapports familiaux, amicaux, à leurs identités de genre ou d'âge, à leurs plaisirs en termes de sorties, d'activités intellectuelles, etc. Lorsque Jacques évalue une entreprise cotée au téléphone dans les bureaux de Brokers Inc. il n'est pas uniquement en train de pratiquer la figure de l'investisseur libre. Il est aussi en train

de se positionner par rapport à ses collègues en termes de capacité à « générer des commissions », d'établir des contacts professionnels avec un probable futur employeur, de s'affirmer comme « jeune », « russophile », capable de risquer sa situation professionnelle pour une « affaire », etc. Comme on l'a vu pour les autres acteurs que j'ai pu observer longuement, les imaginaires des tâches professionnelles s'agencent avec des logiques multiples, qui peuvent être très différentes de celles de Jacques.

Par ailleurs, ces agencements accordent des places très variables aux tâches professionnelles elles-mêmes et à leurs potentielles légitimités. La distinction des différentes approches de la valeur peut opposer les analystes aux vendeurs à Brokers Inc. ou, dans l'équipe ABS, les gérants « fondamentalistes » avec une *« approche crédit »*, à ceux qui sont proches du *trading* avec une *« approche taux »*. Ces distinctions peuvent organiser des conflits très forts entre les personnes, comme celui qui se solda par le départ d'Isabelle et de Michel, pour des raisons différentes, à Acme. Mais même dans ces cas-là, les rapports des personnes aux tâches et à leurs légitimités peuvent être très variables, depuis un attachement identitaire comme celui d'Isabelle à Acme, à une indifférence, comme dans les cas très différents de Jacques à Brokers Inc., de Bastien à Acme ou de Charles à Hedge Consulting, voire à un certain rejet plus ou moins accompagné de résignation, comme dans le cas de Cécile à Brokers Inc. ou à des positions ambiguës, comme celle de Julie à Hedge Consulting.

Ces différences, qu'on pourrait multiplier, indiquent que la régularité des tâches professionnelles s'inscrit dans une multiplicité de logiques qui reste ouverte. En même temps, comme le rappellent les départs d'Isabelle et de Michel de l'équipe ABS, ou encore les explorations des membres de Hedge Consulting, cette ouverture est limitée. Ces limites concernent les parcours personnels de chacun, leur inscription dans des organisations à des moments particuliers et les imaginaires financiers.

L'analyse des pratiques quotidiennes de la finance contemporaine permet de décrire des logiques multiples à travers lesquels des ressources monétaires sont distribuées de manière globale. L'importance des philosophies politiques et morales libérales dans les imaginaires qui organisent et légitiment l'évaluation et l'investissement dans le quotidien des tâches professionnelles permet de resituer l'objet de cette recherche dans le cadre problématique que j'ai décrit dans l'Introduction.

2) Une anthropologie politique de la finance contemporaine

Le « sujet libre » libéral est distribué dans les tâches professionnelles d'évaluation et d'investissement des entreprises de la finance contemporaine. Celles-ci s'inscrivent ainsi dans l'espace problématique de la finance contemporaine qui s'est constitué avec l'essor des « marchés financiers » et des « investisseurs institutionnels » depuis une trentaine d'années. En même temps, ce « sujet » n'est nulle part une personne concrète, mais plutôt une figure qui organise et légitime les pratiques. Sa définition comme « libre » est de fait basée sur le taux « sans risque » qui imbrique les Etats et les institutions non-étatiques dans une distribution de ressources qui est aujourd'hui très inégalitaire, comme le montrent le difficile accès au crédit dans les pays pauvres ou encore les retraites par capitalisation dans les pays riches. Ces phénomènes désignent la finance contemporaine comme un espace politique global, dont la dernière « crise » depuis l'été 2007 a mis en évidence des logiques et probablement accéléré l'unification.

L'imaginaire libéral dans la distribution de ressources par les institutions financières

Comme je l'ai analysé en Introduction, la finance contemporaine est aujourd'hui souvent problématisée dans une opposition entre un approche libérale et une approche keynésienne. Les institutions que j'ai observées ne me permettent pas de dire grand chose sur les pratiques quotidiennes qui communiquent avec cette dernière. Elles sont par contre organisées en bonne partie à travers les imaginaires libéraux selon lesquels les « marchés libres » seraient des dispositifs qui, en permettant la liberté des sujets de l'échange, permettraient aussi une meilleure distribution des ressources monétaires. Dans l'utopie d'Adam Smith, ceci devait mener jusqu'à une égalisation des capacités d'agir des sujets politiques, même si elle était tempérée par les inégalités de l'accumulation de capital. Dans les pratiques observées, qui sont censées rendre effective la réalisation de ce sujet, celui-ci n'apparaît pas comme une personne, volonté se réalisant comme libre politiquement et moralement, mais comme une méthodologie de définition de la prise des décisions, une figure intentionnelle distribuée de manière fragmentaire, parfois tendue ou contradictoire, dans les tâches professionnelles.

Ceci n'implique par ailleurs pas que les fournisseurs de capitaux ou leurs récepteurs, comme les souscripteurs de polices d'assurance ou les acquéreurs de biens immobiliers à crédit, pour reprendre le cas de l'ABS décrit au début de ce texte, se réalisent comme sujets libres dans l'échange marchand. Ils sont intégrés aux circuits de distribution des ressources monétaires tout aussi partiellement que les autres acteurs. Leurs pratiques monétaires se font

selon des logiques affectives, identitaires ou autres, dans lesquelles l'intérêt strictement monétaire est toujours un fragment, et leur représentation en tant que sujet dans le statut de « client » des entreprises de gestion de fonds pour tiers se fait généralement par le biais d'une délégation pratiquement totale de leur capacité de contrôle sur les décision d'évaluation et d'investissment. Ce rapport de délégation ne désigne pas un groupe social particulier, dont le statut légitimerait un monopole légitime de la distribution de ressources. Même si des logiques de distinction sociale sont en jeu dans la participation aux tâches professionnelles de la finance contemporaine, ce sont celles-ci qui, dans leurs définitions et les détails de leur application, définissent la légitimité d'une distribution de ressources inégale. Elles permettent de définir le périmètre d'un espace de pouvoir financier institué. Plutôt que de considérer que ceci est le produit d'une dépersonnalisation du rapport monétaire, on peut envisager, avec Mauss, que cet espace de pouvoir s'inscrit dans les rapports financiers inégaux en organisant, reconduisant, renforçant et transformant des hiérarchies sociales qui les dépassent, définies en partie par l'accès aux ressources monétaires. Les rapports de crédit, hiérarchiques et inégaux, établis par la finance contemporaine sont organisés et légitimés par un imaginaire libéral de la personne conçue comme sujet dont la libération ou l'aliénation se jouent dans le dispositif de l'échange marchand.

Les dispositifs financiers n'apparaissent donc pas comme marqués par un « manque » ou une « imperfection », mais organisés dans une régularité propre par des imaginaires du sujet libre de l'évaluation et de l'échange, par rapport auxquels les différents participants ont des rapports très variables. Alors que dans ces imaginaires l'Etat apparaît comme un régulateur extérieur, l'analyse des pratiques concrètes montre à quel point il est omniprésent, non comme une unité conceptuelle représentant un pouvoir centralisé et légitime, mais à travers une multiplicité de logiques. Celles-ci concernent la définition juridique des acteurs et la stabilité des contrats, dans une organisation financière qui est aujourd'hui le fait d'entreprises définies de manière légale au sein de juridictions, y compris quand celles-ci se situent dans ces espaces plus ou moins ambigus appelés *offshore*. Les logiques étatiques concernent aussi évidemment la définition de la monnaie. Si les actifs financiers comme les actions, les obligations ou les produits dérivés, selon leur « liquidité », peuvent jouer des rôles proches de la monnaie selon les cas, ils sont toujours définis par rapport à des monnaies garanties par des Etats. Alors que ces logiques peuvent être comprises dans l'approche libérale comme la réalisation du rôle de garant de la stabilité des échanges, un troisième élément signe la constitution mutuelle des Etats et des institutions financières non étatiques au-delà de cette problématisation : la définition d'un taux de rendement « sans

risque ». Ce taux est généralement défini de manière statistique, en dehors de toute institution étatique. Néanmoins, concrètement, il est aujourd'hui basé sur l'existence d'un nombre réduit d'Etats riches dont on considère qu'ils vont honorer leurs dettes et qu'ils vont maintenir une politique monétaire régulière et coordonnée, en partie pour stabiliser justement les échanges financiers. Que la « liberté » du « sujet évaluateur » comme figure intentionnelle soit en pratique fondée sur les taux d'intérêt des Etats riches marque à quel point l'imaginaire libéral ne permet pas de décrire toutes les logiques à l'œuvre dans sa réalisation par les institutions actuelles. En même temps, cette imbrication permet aux Etats d'agir dans les circuits globaux de la distribution de ressources par la finance contemporaine, même si cette capacité est réduite pour les gouvernements qui ont peu de prises sur les décisions des banques centrales « indépendantes ». La finance globale permet ainsi à certains Etats d'étendre leurs pouvoirs et prolonge l'espace des luttes de pouvoir entre Etats. L'intervention croissante des « fonds souverains » poursuit cette constitution mutuelle en mouvement inverse : des Etats s'inscrivent dans les logiques des entreprises de la finance contemporaine pour y agir comme ces dernières.

Les tâches professionnelles de la finance contemporaine, dans lesquelles il faut compter les logiques étatiques, constituent un espace de pouvoir, à travers lequel est organisée une distribution de ressources inégale selon des imaginaires qui en définissent les règles et les légitimités possibles. Cet espace est aujourd'hui étendu au monde entier. Il dessine un espace politique global en gestation, que l'anthropologie peut mettre en relief et questionner.

Un espace politique global

La distribution de ressources par la finance contemporaine, conçue comme l'agencement de différentes institutions, dont une partie importante est organisée et légitimée par l'imaginaire libéral, est aujourd'hui très inégale. La grande majorité de la population mondiale vit aujourd'hui dans des aires où les particuliers, les Etats et les entreprises ont des accès très limités au crédit. Cette marginalisation s'accompagne d'une présence grandissante des « investisseurs institutionnels » dans d'autres rapports de crédit, comme les systèmes de retraite, dont le passage d'une organisation par redistribution à une organisation par capitalisation se traduirait par des commissions de gestion supplémentaires pour les entreprises chargées de leur investissement et par une augmentation des inégalités dans les montants reçus pas les retraités[649]. Ces exemples parmi d'autres rappellent que la distribution

[649] Cf. Palier, B., 2003, *La réforme des retraites*, Presses Universitaires de France, Paris, 127 p.

des capacités à agir par les institutions financières comme celles que j'ai analysées dans ce texte est très inégale. Ces institutions, avec leurs légitimités particulières, participent des hiérarchies sociales qui définissent des droits et des devoirs différents en termes d'accès au crédit.

Ces rapports politiques sont aujourd'hui globaux. Comme l'a rappelé la « crise » déclenchée pendant l'été 2007, aujourd'hui la distribution de ressources monétaires par l'industrie financière lie le monde entier à travers des interdépendances étendues. La réaction concertée des banques centrales de plusieurs pays riches est en ce sens un phénomène politique significatif. Il peut être considéré comme la création de fait, puisqu'elle n'est pas juridique ou officielle, d'une instance unifiée de régulation des rapports financiers globaux. Il marque par ailleurs une frontière auparavant inexistante dans les rapports financiers globaux. Si jusqu'ici chaque Etat pouvait se porter « prêteur en dernier ressort », selon ses capacités et les événements, il existait toujours d'autres Etats en dehors de sa juridiction, vers lesquels les entreprises financières pouvaient se diriger. Avec la concertation des banques centrales des pays riches, un « prêteur en dernier ressort » global s'est constitué, beaucoup plus puissant que tout autre en termes des montants qu'il peut mobiliser, mais aussi avec une place particulière : derrière lui, il ne peut y avoir d'autre instance plus importante. Il s'agit bien du « dernier » « prêteur en dernier ressort ».

Les banques centrales des pays riches, devenues « indépendantes » des gouvernements au cours des trente dernières années, apparaissent aujourd'hui, de fait, comme des instances de régulation globale de rapports de force prégnants. Leurs réactions à la crise actuelle, généralement en accord avec les gouvernements de leurs juridictions, s'inscrivent dans les imaginaires de la valeur et de l'investissement décrits plus haut, ce qui correspond, comme je l'ai décrit en Introduction, à la définition officielle des tâches de leurs employés. Le fait que, comme j'espère l'avoir montré, l'imaginaire libéral du sujet libre, tel qu'il est appliqué dans la finance contemporaine, ne conduit aucunement à la réalisation des utopies philosophiques qui en ont établi la consistence conceptuelle, questionne à la fois cet imaginaire politique et la capacité des institutions actuelles à en dépasser les limites en ce qui concerne les inégalités criantes dans la distribution globale des ressources. Ce double questionnement, esquissé seulement ici, me semble néanmoins désigner l'espace problématique où peut se poser la question de l'alternative à la distribution de ressources financières actuelle. Les institutions de régulation financière globales actuelles, au-delà du caractère fragmentaire de leurs pouvoirs, ne semblent pour l'instant pas en mesure d'être les espaces politiques de cette alternative. Celle-ci ne peut faire l'impasse, il me semble, d'une

réflexion à la fois sur les imaginaires financiers et sur les institutions globales qui puissent en réguler la pratique.

La description dans ce texte a visé à rendre compte du quotidien des institutions qui font cet espace politique global. En plus du fait que mes observations étaient fragmentaires, dans des lieux restreints et pendant des périodes plus ou moins courtes, le fait de ne pas avoir mené de recherches au sein d'institutions étatiques ou de régulation ne peut que donner un aspect partiel à cet espace dans ce texte. En même temps, il cherche à s'inscrire dans une problématisation des rapports de force globaux qui concernent aujourd'hui le quotidien de chacun d'entre nous. L'approche par les pratiques a visé ici à resituer les institutions financière globales au même niveau que les autres pratiques quotidiennes, de manière à clarifier un espace politique, c'est-à-dire les lieux concrets où peut se poser la question de l'alternative et où elle doit entre autres se poser pour que ces rapports sociaux puissent être vécus dans la prégnance qu'ils ont dans notre rapport aux autres à travers l'argent, un rapport qui est personnel ou anonyme, mais toujours intime en ce qu'il concerne à tout moment notre capacité à agir.

Ouvrages cités

Aaron, C., Bilon, I., Galanti, S., Tadjeddine, Y., 2004, « Les styles des gérants d'OPCVM Actions France en 2003 », Working Paper, SAMOS, Université de Paris I et FORUM, Université de Paris X.

Abdelal, R., 2007, *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Harvard University Press, Cambridge, M.A., 304 p.

Abélès, M., 2005 (1990), *Anthropologie de l'Etat*, Editions Payot & Rivages, Paris, 254 p.

Abélès, M., 1995, « Pour une anthropologie des institutions », *L'Homme*, 135, juil-sept., pp. 65-85.

Abélès, M., 2002, *Les nouveaux riches. Un ethnologue dans la Silicon Valley*, Editions Odile Jacob, Paris, 275 p.

Abélès, M., 2006, *Anthropologie de la globalisation*, Payot, Paris, 280 p.

Abélès, M., Cuilllerai, M., 2002, « Mondialisation : du géo-culturel au bio-politique », *Anthropologie et Sociétés*, vol 26, n° 1, pp. 11-28.

Abolafia, M., 1996, *Making Markets. Opportunism and restraint on Wall Street*, Harvard University Press, Cambridge MA, 216 p.

Abolafia, M. 1998, « Markets as cultures: an ethnographic approach », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Markets*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 69-85.

Adler, P., Adler, P. A., 1986, « Introduction », in Adler, P., Adler, P. A. (eds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, JAI Press Inc., Greenwich, Connecticut, pp. 1-15.

Adler, P., Adler, P, A., 1986, « Toward a sociology of financial markets », in Adler, P., Adler, P. A. (eds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, JAI Press Inc., Greenwich, Connecticut, pp. 195-201.

Aglietta, M., 2001, *Macroéconomie financière 1. Finance, croissance et cycles*, Editions La Découverte, Paris, 122 p.

Aglietta, M., 2001, *Macroéconomie financière 2. Crises financière et régulation monétaire*, Editions La Découverte, Paris, 119 p.

Aglietta, M., Orléan, A., 2002, *La monnaie entre violence et confiance*, Editions Odile Jacob, Paris, 379 p.

Aglietta, M., Rebérioux, A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris, 394 p.

Akrich, M., Callon, M., Latour, B., 1988, « A quoi tient le succès des innovations? Premier épisode: L'art de l'intéressement », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, novembre, pp. 4-17.

Akrich, M., Callon, M., Latour, B., 1988, « A quoi tient le succès des innovations? Deuxième épisode: L'art de choisir les bons porte-parole », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, décembre, pp. 14-29.

Alexander, C., 2004, « Value, Relations and Changing Bodies : Privatization and Property Rights in Kazakhstan », in Humphrey, C., Verdery, K. (eds.), *Property in Question. Value transformation in the global economy*, Berg, New York, pp. 251-273.

Appadurai, A., 1986, « Introduction : commodities and the politics of value », in Appadurai, A. (ed.), *The social life of things. Commodities in cultural perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 3-63.

Augé, M., 1994, *Pour une anthropologie des mondes contemporains*, Flammarion, Paris, 196 p.

Bagla, L., 2003, *Sociologie des organisations*, Editions La Découverte, Paris, 123 p.

Baker, W. E., 1986, « Floor trading and crowd dynamics », in Adler, P., Adler, P. A. (eds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, JAI Press Inc., Greenwich, Connecticut, pp. 107-128.

Barcet, J., 1994, « Qualité et Qualification des services », in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds.), *Relations de service, marchés de services*, CNRS Editions, Paris, pp. 153-174.

Baré, J.-F., 1991, « Images de la finance », *L'Homme*, Juillet-Septembre, XXXI° année, numéro 119, pp. 23-40.

Barr, P., Barreto, S. L., Faille, C., Kudas, C., Reilly, M., 2001, « The Basics of Hedge Fund Investing », in Fox, K. M. (ed.) *The HedgeWorld Annual Compendium 2003*, ISI Publications Ltd., Hong Kong and Bermuda, pp. 2.1-2.40.

Barrey, S., Cochoy, F., Dubuisson-Quellier, S., 2000, « Designer, packager et merchandiser : trois professionnels pour une même scène marchande », *Sociologie du Travail*, Vol. 42, n° 3, pp. 457-482.

Bassoni, M., Beitone, A., « « Politisation » versus indépendance des autorités monétaires », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 31-32.

Bataille, G., 1967, *La Part Maudite*, précédé de *La notion de dépense*, Les Editions de Minuit, Paris, 231 p.

Bate, S. P., 1997, « Whatever happened to organizational anthropology ? A review of the field of organizational ethnography and anthropological studies », *Human Relations*, vol. 50, n° 9, pp. 1147-1175.

Bazin, J., 1996, « Interpréter ou décrire. Notes critiques sur la connaissance anthropologique », in Revel, J. et Wachtel, N. (eds.), *Une école pour les sciences sociales. De la VI° section à l'École des hautes études en sciences sociales*, Editions du Cerf-Editions de l'EHESS, Paris, p. 331-347.

Bazin, J., 2000, « Sciences des mœurs et description de l'action », *Le genre humain 35 : Actualités du contemporain*, février, pp. 33-58.

Becker, H., 1974, « Art as Collective Action », *American Sociological Review*, Vol. 39, N°6, Dec., pp. 767-776.

Becker, H., 1978, « Arts and Crafts », *American Journal of Sociology*, Vol. 83, N° 4, Jan., pp. 862-889.

Becker, H. S., 1991,« Children's Conceptions of Money: Concepts and Social Organization », in Maines, D. (ed.), *Social Organization and Social Process*, Aldine Publishing Co., New York, pp. 45-57.

Becker, H., 1994, « La Confusion des Valeurs », in Menger, P.-M., Passeron, J.-C., (éds.), *L'Art de la Recherche : Essais en l'honneur de Raymond Moulin*, La Documentation Française, Paris, pp. 11-28.

Becker, H., 1998, *Tricks of the Trade, How to think about your research while you're doing it*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 232 p.

Belze, L, Spieser, P., 2005, *Histoire de la Finance. Le temps, le calcul et les promesses*, Librairie Vuibert, Paris, 559 p.

Bengel, E., 2001 *La gestion alternative. Objectif : Performance absolue*, Editions de Verneuil, Paris, 203 p.

Bernstein, P. L., 1998, *Against the Gods. The remarkable story of risk*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 383 p.

Beunza, D., Stark, D., 2003, « The Organization of Responsiveness: Innovation and Recovery in the Trading Rooms of Lower Manhattan », *Socio-Economic Review*, Vol. 1, n° 2, pp. 135-164.

Beunza, D., Stark, D., 2004, « Tools of the Trade. The Socio-Technology of Arbitrage in a Wall Street Trading Room », *Industrial and Corporate Change*, Vol. 13, n° 1, pp. 369-401.

Beunza, D., Garud, R., 2006, « Frame-making : an interpretive approach to valuation under knightian uncertainty », Draft, http://daniel.beunza.googlepages.com/home2 .
Beunza, D., Hardie, I., MacKenzie, D., 2006, « A Price is a Social Thing : Towards a Material Sociolgy of Arbitrage », *Organization Studies*, Vol. 27, n° 5, pp. 721-745.
Bhagwati, J., 2004, *In Defense of Globalization*, Oxford University Press, Oxford, 330 p.
Blackburn, R., 2002, « The Enron Debacle and the Pension Crisis », *New Left Review*, n° 14, Mar.-Apr., pp. 26-51.
Backhouse, R. E., 1995, « An empirical philosophy of economic theory », *British Journal of the Philosophy of Science*, n° 46, pp. 111-121.
Bloch, M., Parry, J., 1989, « Introduction: Money and the Morality of Exchange », in Bloch, M., Parry, J. (eds.), *Money and the Morality of Exchange*, Cambridge University Press, Cambridge UK, pp. 1-32.
Blomert, R., 2001, « Sociology of Finance - Old and new perspectives », *Economic Sociology, European Electronic Newsletter*, Vol. 2, n° 2, Jan, pp. 9-15.
Blyth, M., 2003, « The Political Power of Financial Ideas. Transparency, Risk, and Distribution in Global Finance », in Kirshner, J. (ed.), *Monetary Orders. Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*, Cornell University Press, Ithaca and London, pp. 239-259
Boltanski, L., Chiapello, E., *Le nouvel esprit du capitalisme*, Gallimard, Paris, 1999, 843 p.
Bouffartigue, P., Gadea, C., 2000, *Sociologie des Cadres*, Editions La Découverte & Siros, Paris, 119 p.
Bourdieu, J., Heilbron, J., Reynaud, B., 2003, « Les structures sociales de la finance », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales,* « Espaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 3-7.
Bourdieu, P., 1984, *Questions de Sociologie*, Les Editions de Minuit, Paris, 277 p.
Bourdieu, P., Christin, R., 1990, « La construction du marché. Le champ administratif et la production de la « politique du logement » », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n° 81/82, mars 1990, pp. 65-85.
Bourdieu, P., 1992, *Les règles de l'art. Genèse et structure du champ littéraire*, Editions du Seuil, Paris, 572 p.
Bourdieu, P., 1994, *Raisons Pratiques*, Editions du Seuil, Paris, 250 p.
Bourdieu, P., 1997, *Méditations Pascaliennes*, Editions du Seuil, Paris, 318 p.
Bourdieu, P., 1997, *Les usages sociaux de la science. Pour une sociologie clinique du champ scientifique*, INRA Editions, Paris, 77 p.
Bourdieu, P., 2000, *Les structures sociales de l'économie*, Editions du Seuil, Paris, 306 p.
Bourdieu, P., 2001, *Science de la science et réflexivité*, Editions Raisons d'Agir, Paris, 239 p.
Boyer, R., 2004, *Théorie de la régulation, 1. Les fondamentaux*, Editions La Découverte, Paris, 123 p.
Boyer, R., Dehove, M., Plihon, D., 2005, « Contemporary financial crises : between newness and repetition », tr. Rosen, M., *Issues in Regulation Theory*, April, pp. 1-6.
Breton, S., 2002, « Tuer, manger, payer: l'alliance monétaire des Wodani de Papouaise occidentale », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 197-232.
Brochier, H., 1994, « Pour un nouveau programme de recherches en économie », *Revue du MAUSS*, n° 3, pp. 141-152.
Bruegger, U., Knorr Cetina, K., « La technologie habitée. La forme de vie globale des marchés financiers », *Réseaux*, Vol. 21, n° 33, pp. 111-135.
Bryan, D., Rafferty, M., 2007, « Financial derivatives and the theory of money », *Economy and Society*, Volume 36, Number 1, February, pp. 134-158.

Burawoy, M., 2000, « Introduction », in Burawoy, M., *et alii*, 2000, *Global Ethnography. Forces, connections and imaginations in a postmodern world*, University of California Press, Berkeley and Los Angeles, pp. 1-40.
Callon, M., 1994, « L'innovation technologique et ses mythes », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, mars, pp. 5-17.
Callon, M., 1998, « Introduction. The embeddedness of economic markets in economics », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Markets*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 1-57.
Callon, M., 1998, « An essay on framing and overflowing: economic externalities revisited by sociology », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Markets*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 244-269.
Callon, M., Meadel, C., Rabeharisoa, V., 2000, « L'économie des qualités », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 211-239.
Callon, M., Muniesa, F., 2003, « Les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul », *Réseaux*, n° 122, pp. 189-233.
Capelle-Blancard, G., Couppey-Soubeyran, J., 2006, « Les agences de notation », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 64-69.
Capelle-Blancard, G., Giamporcaro-Saunière, S., 2006, « L'investissement socialement responsable », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 70-77.
Camara, M., Salama, P., 2004 « L'insertion différenciée aux effets paradoxaux des pays en développement dans la mondialisation financière », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 196-222.
Chantelat, P., Vignal, B., 2002, « L'intermédiation du marché de l'occasion. Echange marchand, confiance et interactions sociales », *Sociologie du Travail*, Vol. 44, n° 3, pp. 315-336.
Chesnais, F., 2004, « Le capital de placement: accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 15-50.
Chiapello, E., Medjad, K., 2007, « Une privatisation inédite de la norme: le cas de la politique comptable européenne », *Sociologie du Travail*, n° 49, pp. 46-64.
Clark, G. L., 2000, *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press, Oxford, 342 p.
Clark, G. L., Thrift, N., 2005, « The Return of Bureaucracy : Managing Dispersed Knowledge in Global Finance », in Knorr Cetina, K., Preda, A., *The Sociology of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford, pp. 229-249.
Cochoy, F., 1998, « Another discipline for the market economy: marketing as a performative knowledge and know-how for capitalism », in Callon, M. (ed*.), The Laws of the Markets*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 194-221.
Cochoy, F., Dubuisson-Quellier, S., 2000, « Introduction. Les professionnels du marché : vers une sociologie du travail marchand », *Sociologie du Travail*, Vol. 42, n°3, pp. 359-368.
Cochoy, F., 2002, *Une sociologie du packaging ou l'âne de Buridan face au marché*, Presses Universitaires de France, Paris, 225 p.
Couppey-Soubeyran, J., Plihon, D., Saïdane, D., 2006, *Les banques, acteurs de la globalisation financière*, La documentation française, Paris, 143 p.
Cuillerai, M., 2001, *La Communauté Monétaire. Prolégomènes à une philosophie de l'argent*, L'Harmattan, Paris, 360 p.

Czarniawska, B., 2005, « Women in Financial Services: Fiction and More Fiction », in Knorr Cetina, K., Preda, A. (eds.), 2005, *The sociology of financial markets*, Oxford University Press, Oxford, pp. 121-137.
Damon, F. H., 2002, « Kula Valuables: The Problem of Value and the Production of Names », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 107-136.
Damon, F. H., 2002, « Invisible or Visible Links ? », *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 233-242.
De Certeau, M., (1987), *Histoire et Psychanalyse entre Science et Fiction*, Gallimard, Paris, 211 p.
De Certeau, M., 1990 (1980), *L'invention du quotidien 1. Arts de faire*., Editions Gallimard, Paris, 350 p.
De Bandt, J., Gadrey, J., 1994, « Introduction. De l'économie des services à l'économie des relations de service », in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds.), *Relations de service, marchés de services*, CNRS Editions, Paris, pp. 11-17.
De Bandt, J., 1994, « La notion de marché est-elle transposable dans le domaine des services informationnels aux entreprises? » in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds.), *Relations de service, marchés de services*, CNRS Editions, Paris, pp. 217-240.
Delaplace, M., 2006, « L'évolution du système de financement de l'économie en France depuis 1945 », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 3-10.
De La Pradelle, M., 1996, *Les vendredis de Carpentras. Faire son marché en Provence ou ailleurs*, Librairie Arthème Fayard, Paris, 374 p.
De La Pradelle, M., 1997, « Quelques remarques à propos de l'anthropologie urbaine », in Desdouits, A.-M., Turgeon, L. (dirs.), *Ethnologies francophones de l'Amérique et de l'ailleurs*, Presses Universitaires de Laval, Québec, p. 151-159.
Deleuze, G., Guattari, F., 1972/1973, *Capitalisme et Schizophrénie. L'Anti-Œudipe*, Les Editions de Minuit, Paris, 494 p.
Deleuze, G., Guattari, F., 1980, *Capitalisme ou Schizophrénie 2. Mille Plateaux*, Les Editions de Minuit, Paris, 645 p
Derlon, B., 2002, « L'intestinal et le matriciel: aux origines mythiques d'une « monnaie » mélanésienne (Nouvelle-Irlande, plateau Lelet) », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 157-180.
Descombes, V., 1991, « Science sociale, science pragmatique », *Critique*, Juin-Juillet, Tome XLVII, n° 529-530, pp. 419-426.
Descombes, V., 2000, « Qu'est-ce qu'être contemporain ? », *Le genre humain 35 : Actualités du contemporain*, février, pp. 21-32.
Dick, W., Zarlowski, P., 2002, « La diffusion des normes comptables internationales », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 93- 103.
DiMaggio, P., 1994, « Culture and Economy », in Smelser, N. J., Swedberg, R. (eds.), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University Press, Princeton, pp. 27-57.
Dodd, N., 2005 (1994), *The sociology of money. Economics, Reason and Contemporary Society*, Polity Press, Cambridge, UK, 211 p.
Dodd, N., 2005, « Laundering « money » : on the need for conceptual clarity within the sociology of money », *Archives européennes de sociologie*, Vol 44, n° 3, pp. 387-411.
Dokhan, J., 2000, « Le temps contre l'argent: un SEL », *Socio-Anthropologie*, n° 7, 1er sem., pp. 77-94.
Drouin, M., 2001, *Le système financier international*, Armand Colin, Paris, 191 p.
Dufy, C., Weber, F., 2007, *L'ethnographie économique*, Editions La Découverte, Paris, 122 p.

Duménil, G., Lévy, D., 2004, « Le néolibéralisme sous hégémonie états-unienne », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 71-98.

Dumez, H., Jeunemaître, A., 1998, « The unlikely encounter between economics and a market : the case of the cement industry », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Markets*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 222-243.

Erbès-Seguin, S., 2004, *La sociologie du travail*, Editions La Découverte, Paris, 122 p.

Elster, J., 1999, « Sour grapes – utilitarianism and the genesis of wants », in Sen, A., Williams, B. (eds.), *Utilitarianism and beyond*, Cambridge University Press and Foundation Books, New Dehli, pp. 219-238.

Eymard-Duvernay, F., 2004 (1994), « Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens », in Orléan, A. (dir.) *Analyse économique des conventions*, Quadrige Presses Universitaires de France, Paris, pp. 331-358.

Eymard-Duvernay, F., 2002, « Les qualifications des biens », *Sociologie du Travail*, n° 44, pp. 267-272.

Faugère, E., 2000, « Transactions monétaires en pays Kanak », *Genèses*, n° 41, déc., pp. 41-62.

Faugère, J.-P., Voisin, C., 1994, *Le système financier français, crises et mutations*, Editions Nathan, Paris, 223 p.

Favarel-Garrigues, G., 2005, « Domestic reformulation of the moral issues at stake in the drive against money laundering : the case of Russia », *International Social Science Journal*, 185, septembre, pp. 529-541.

Favereau, O., 2005, « Quand les parallèles se rencontrent : Keynes et Wittgenstein, l'économie et la philosophie », *Revue de Métaphysique et de Morale*, n°3, pp. 403-427.

Fligstein, N., 2001, *The architecture of markets. An economic sociology of twenty-first-century capitalist societies*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 274 p.

Foucault, M., 1966, *Les mots et les choses*, Editions Gallimard, Paris, 400 p.

Foucault, M., 1969, *L'archéologie du savoir*, Editions Gallimard, Paris, 279 p.

Foucault, M., 1972, *Histoire de la Folie à l'âge classique*, Editions Gallimard, 585 p.

Foucault, M., 1975, *Surveiller et Punir. Naissance de la prison*, Editions Gallimard, Paris, 362 p.

Foucault, M., 1976, *Histoire de la sexualité 1 La volonté de savoir*, Editions Gallimard, Paris, 213 p.

Frison-Roche, M.-A., 2002, « Le droit français des sociétés entre corporate governance et culture de marché », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 77-92.

Gadrey, J., 1994, « Relations, Contrats et Conventions de Service », in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds.), *Relations de service, marchés de services*, CNRS Editions, Paris, pp. 123-151.

Gadrey, J., *Socio-économie des services*, Editions La Découverte, Paris, 2003, 125 p.

Galbraith, J. K., 1994, *A short history of financial euphoria*, Penguin Books USA Inc., New York, 113 p.

Garcia, M.-F., 1986, « La construction sociale d'un marché parfait: le marché du cadran de Fontaines-en-Sologne », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 1986, n° 65, p. 1-13

Garcia-Parpet, M.-F., 1996, « Représentations savantes et pratiques marchandes », *Genèses*, n° 25, déc., pp. 50-71.

Gehrke, I., 2002, « Valeur actionnariale: le « rattrapage » de l'Allemagne », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 147-162.

Germain, R. D., 1997, *The International Organization of Credit. States and Global Finance in the World-Economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 203 p.

Giamporcaro-Saunière, S., 2003, « La création des placements socialement responsable en France: Ou comment l'innovation financière entraîne l'hybridation progressive des dispositifs de jugement et de décision des professionnels de la gestion financière », texte présenté au Colloque Finance responsable et monnaies sociales, organisé par la Chaire Economie et Humanisme et le CRISES, Montréal, 19-22 novembre.

Godechot, O., 2000, « Marchés financiers et gestion du risque. Un essai d'application du concept de rationalisation », *Innovation et sociétés*, GRIS, Publications de l'université de Rouen, décembre, pp. 137-155.

Godechot, O., 2000, « Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement », *Politix*, Volume 13, n° 52, pp. 17-56.

Godechot, O., 2001, *Les Traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, Editions La Découverte, Paris, 299 p.

Godechot, O., 2006, « La finance, avant-garde du prolétariat? Les salariés de la finance et la structure de classe », *Carnets de bord*, n° 10, Genève, pp. 55-66.

Godechot, O., 2007, *Working rich, salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, Editions La Découverte, Paris, 307 p.

Godechot, O., 2008, « Concurrence et coopération sur les marchés financiers. Les apports des études sociales de la finance », in Steiner, P., Vatin, F., (dirs.), *Traité de sociologie économique*, Presses Universitaires de France, Paris (à paraître).

Godechot, O., Hassoun, P., Muniesa, F., 2000, « La volatilité des postes. Professionnels des marchés financiers et informatisation », *Actes de la Recherche en Science Sociale*, n° 134, septembre, pp. 45-55.

Godefroy, T., Lascoumes, P., 2004, *Le Capitalisme Clandestin. L'illusoire régulation des places offshore*. Editions La Découverte, Paris, 263 p.

Godelier, M., 1996, *L'énigme du don*, Arthème Fayard, Paris, 315 p.

Goffman, E., 1973 (1959), *La mise en scène de la vie quotidienne 1. La présentation de soi*, tr. Accardo, A., Les Editions de Minuit, Paris, 253 p.

Goffman, E., 1973 (1971), *La mise en scène de la vie quotidienne 2. Les relations en public*, tr. Kihm, A., Gallimard, Paris, 369 p.

Goyeau, D., Tarazi, A., 2006, « Concurrence et mutations des marchés financiers en Europe », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 17-25.

Graeber, D., 2005, « Value : anthropological theories of value », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 439-454.

Grafmeyer, Y., 1992, *Les gens de la banque*, Presses Universitaires de France, Paris, 283 p.

Granovetter, M., 1985, « Economic Action and Social Structure : The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, Vol. 91, n° 3, Nov., pp. 481-510.

Griffey, H., 2003, « Profile Three : Jurisdiction Profile : Dublin », in *The Capital Guide to Hedge Funds 2003*, ISI Publications Ltd., Hong Kong and Bermuda, pp. 27-32.

Griffin, B. S., Griffin, C. T., 1974, « *Art Worlds* revisited », *American Sociological Review*, Vol. 39, N°6, Dec., pp. 174-176.

Grossman, E., Luque, E., Muniesa, F., 2002, « Economies through transparency », paper presented at the workshop « Organizing visions: the ambivalence of transparency in science, technology and politics », at the Department of Science & Technology Studies, Cornell University, April 19-21.

Grossman, E., 2004, « Bringing potitics back in : rethinking the role of economic interest groups in European integration », *Journal of Euroean Public Policy*, Vol. 11, n°4, August, pp. 637-654.
Grossman, E., 2006, « Europeanization as in Interactive Process : German Public Banks meet EU State Aid Policiy », *Journal of Common Markets Studies*, Vol. 44, n°2, pp. 325-348.
Guerrien, B., 1994, « L'introuvable théorie du marché », *Revue du MAUSS*, n° 3, pp. 33-41.
Guex, S., 2003, « La politique des caisses vides. Etat, finances publiques et mondialisation », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales, « Espaces de la Finance »*, 146-147, mars, pp. 51-61.
Guttmann, R., 1994, *How Credit Money Shapes the Economy. The United States in a Global System*, M. E. Sharpe, Armonk, New York, 563 p.
Guttmann, R., 2003, « Cybercash: The Coming Era of Electronic Money », *La lettre de la régulation*, avril, pp. 1-5.
Hahn, C., 2005, « Property », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar Publishing Inc., Northampton, MA, pp. 110-124.
Hardie, I., MacKenzie, D., 2007, « Assembling an economic actor: the agencement of a Hedge Fund », *The Sociological Review*, Vol. 55, n° 1, pp. 57-80.
Hart, K., 2000, *The Memory Bank. Money in an Unequal World*, Profile Books, London, 340 p.
Hart, K., 2005, « Money: one anthropologist's view », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 160-175
Hart, K., 2006, « Richesse commune: construire une démocratie économique à l'aide de monnaies communautaires », in Blanc, J. (éd.), *Exclusion et liens financiers: Monnaies sociales*, Rapport 2005-2006, Paris, Economica, pp. 135-152.
Hart, K., 2007, « Money in the making of world society », Paper presented at the Wits Institute of Social and Economic Research, Johannesburg, South Africa, 16th April.
Hassoun, J.-P., 2000, « Trois interactions hétérodoxes sur les marchés à la criée du MATIF. Rationalité locale et rationalité globale », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 99-119.
Hassoun, J.-P., 2000, « Le surnom et ses usages sur les marchés à la criée du MATIF. Contrôle social, fluidité relationnelle et représentations collectives », *Genèses*, n° 41, déc., pp. 5-40.
Hassoun, J.-P., 2000, « Trois interactions hétérodoxes sur les marchés à la criée du MATIF. Rationalité locale et rationalité globale », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 99-119.
Heilbron, J., 2003, « Le cours des actions. Evolution des régimes financiers et pouvoir des actionnaires », in *Repenser le marché. Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, L'Harmattan, Paris, pp. 79-108.
Helleiner, E., 2005, « The Evolution of the international monetary and financial system », in Ravenhill, J. (ed.), *Globa Political Economy*, Oxford University Press, Oxford, pp. 151-175.
Hertz, E., 1998, *The Trading Crowd. An ethnography of the Shangai Stock Market*, Cambridge University Press, Cambridge UK, 1998, 238 p.
Higgins, R. C. 2001 (1984), *Ananlysis for Financial Management*, Irwin McGraw-Hill, Boston, 412 p.
Holmes, D. R., Marcus, G., 2005, « Cultures of Expertise and the Management of Globalization : Toward a Re-Functionning of Ethnography », in Collier, S. J., Ong, A. (eds.), *Global Assemblages. Technology, Politics, and Ethics as Anthropological Problems*, Blackwell Publishing, Oxford, pp 235-252.

Humphrey, C., Verdery, K., 2004, « Introduction : Raising questions about property », in Humphrey, C., Verdery, K. (eds.), *Property in Question. Value transformation in the global economy*, Berg, New York, pp. 1-25

International Monetary Fund, 2007, *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, April, (http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/01/index.htm).

Jacoud, G., 2006, « Quels modes de financement pour les entreprises? », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 40-45.

Jacquillat, B., Solnik, B., 2002, *Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques*, Dunod, Paris, 367 p.

Jaeger, R. A., 2003, *All About Hedge Funds. The Easy Way to Get Started*, McGraw-Hill, New York, 309 p.

James, W., 1977 (1907), « Pragmatism and common sense », in James, W., *The Writings of William James*, ed. by McDermott, J. J., The University of Chicago Press, Chicago and London, pp. 418-428.

James, W., 1977 (1907), « Pragmatism's conception of truth », in James, W., *The Writings of William James*, ed. by McDermott, J. J., The University of Chicago Press, Chicago and London, pp. 429-443.

Jeffers, E., Magnier, V., 2002, « Le gouvernenment d'entreprise et les FIE au niveau international », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 55-66.

Jeffers, E., Plihon, D., 2002, « Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 29-42.

Jeffers, J., 2004, « La place de l'Europe dans la valorisation mondiale des capitaux de placement financier », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 146-170.

Jorion, P., 2007, *Vers la crise du capitalisme américain ?*, La Découverte/MAUSS, Paris, 256 p.

Jorion, P., 2008, « Dans l'œil du cyclone : la crise de l'immobiliser américain », *Regards croisés sur l'économie*, n° 3, Mars, pp. 212-221.

Kabbaj, T., 2007, *L'art du trading*, Editions d'Organisation, Paris, 540 p.

Kalthoff, H., 2005, « Practices of Calculation. Economic Representation and Risk Management », *Theory, Culture & Society* Vol. 22, April, pp. 69-97.

Kant, E., 2001 (1781-1787), *Critique de la Raison Pure*, tr. Renaut, A., GF-Flammarion, Paris, 749 p.

Kant, 2003 (1788), *Critique de la raison pratique*, tr. Fussler, J.-P., GF Flammarion, Paris, 469 p.

Kant, E., 1993 (1790), *Critique de la faculté de juger*, tr. Philonenko, A., Librairie Philosophique J. Vrin, Paris, 482 p.

Kant, E., 2000 (1793), *La religion dans les limites de la simple raison*, tr. Naar, M., Vrin, Paris, 322 p.

Kant, E., 1994 (1797), *Métaphysique des mœurs II. Doctrine du Droit. Doctrine de la Vertu*, tr. Renaut, A., GF-Flammarion, Paris, 411 p.

Kant, E., 2002 (1798), *Anthropologie du point de vue pragmatique*, tr. Foucault, M., Librairie Philosophique J. Vrin, Paris, 290 p.

Karsenti, B., 1994, *Marcel Mauss. Le fait social total*, Presses Universitaires de France, Paris, 128 p.

Keynes, J. M., 1997 (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Prometheus Books, New York, 403 p.

Kindleberger, C. P., 2004 (1978), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, tr. Russell, G., Ullmo, P.-A.,Valor Editions, Hendaye, 346 p.
Klausner, M., 1984, « Sociological theory and the behavior of financial markets », in Adler, P., Adler, P. A. (eds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, JAI Press Inc., Greenwich, Connecticut, pp. 57-81.
Klossowski, P., 1997 (1970), *La monnaie vivante*, Editions Payot & Rivages, Paris, 77 p.
Knorr Cetina, K., 2005, « How are Global Markets Global ? The Architecture of a Flow World », in Knorr Cetina, K., Preda, A. (eds.), 2005, *The sociology of financial markets*, Oxford University Press, Oxford, pp. 38-61.
Lantz, P., 2000, « La monnaie hantée par l'argent », *Socio-Anthropologie*, n° 7, 1er sem., pp. 51-63.
Lebaron, F., 2000, *La croyance économique. Les économistes entre science et politique*, Editions du Seuil, Paris, 262 p.
Le Canard enchaîné, 91ème année, n° 4538, 17 octobre 2007, p. 3.
Lee, R., 1998, *What is an Exchange ? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford, 405 p.
Lejeune, P., 1975, *Le pacte autobiographique*, Editions du Seuil, Paris, 361 p.
Lejeune, R., 1986, « False security: deviance and the stock market », in Adler, P., Adler, P. A. (eds.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, JAI Press Inc., Greenwich, Connecticut, pp. 173-194.
Lenclud, G., 1997, « Libre-échange, brèves rencontres », *Critique*, « L'échange de la civilité à la violence », n° 596-597, janvier-février, pp. 39-47.
Lépinay, V.-A., Rousseau, F., 2000, « Les *trolls* sont-ils incompétents ? Enquête sur les financiers amateurs », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 73-98.
Leyshon, A., Thrift, N., 1997, *Money/Space. Geographies of Monetary Transformation*, Routledge, London and New York, 404 p.
Lordon, F., 2003, *Et la vertu sauvera le monde… Après la débâcle financière, le salut par l'« éthique » ?*, Raisons d'Agir, Paris, 127 p.
Magnier, V., 2002, « L'évolution du gouvernement d'entreprise en France », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 67-76.
Mampaey, L., Serfati, C., 2004, « Les groups de l'armement et les marchés financiers : vers une convention « guerre sans limites » ? », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 223-251.
MacKenzie, D., 2003 « Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage », *Economy and Society*, Vol. 32, n° 3, Aug., pp. 349-380.
MacKenzie, D., 2006, *An Engine not a Camera. How Financial Models Shape Markets*, The MIT Press, Cambridge, MA, 377 p.
Malinowski, B., 1961 (1922), *Argonauts of the Western Pacific. An Account of Native Enterprise and Adventure in the Archipelagoes of Melanesian New Guinea*, E. P. Dutton & Co., Inc., New York, 527 p.
Malinowski, B., 1968 (1944), *Une théorie scientifique de la culture*, tr. Clinquart, P., François Maspero, Paris,183 p.
Marcus, G., 1995, « Ethnography in/of the world system : the emergence of multi-sited ethnography », *Annual Review of Anthropology*, n° 24, pp. 95-111
Marcuse, H., 1970 (1955), *Eros et civilisation*, tr. Nény, J.-G., Fraenkel, B., Editions de Minuit, Paris, 271 p.
Marx, K., 1996 (1844), *Manuscrits de 1844*, tr. Gougeon, J.-P., GF Flammarion, Paris, 245 p.

Marx, K. 1962 (1848) *Manifeste du parti communiste* suivi de *La lutte des classes en France* (1848-1850), tr. Brière, F., Editions 10/18, Département d'Univers Poche, Paris, 200 p.
Marx, K. 2004 (1872), *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Der Produktionsprozess des Kapitals*, Parkland Verlag, Köln, 768 p.
Maurer, B., 2004, « Cyberspatial Properties: Taxing Questions about Proprietary Regimes », in Humprhey, C., Verdery, K. (eds.), *Property in Question. Value transformation in the global economy*, Berg, New York, pp. 297-318.
Maurer, B., 2005, « Finance », in Carrier, J. G. (ed.), *A Handbook of Economic Anthropology*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 176-193.
Maurer, B., 2006 « The Anthropology of Money », *Annual Review of Anthropology*, Vol. 35, n° 2, pp. 1-22.
Mauss, M., 1995 (1923-1924) « Essai sur le don. Forme et raison de l'échange dans les sociétés archaïques », in Mauss, M., *Sociologie et anthropologie*, Presses Universitaires de France, pp. 143-279.
McCloskey, D., 1998, *The rhetoric of economics*, University of Winsconsin Press, Madison, 223 p.
Miller, P., 1998, « The margins of accounting », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Market*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 174-193.
Millo, Y., Muniesa, F., Panourgias, N. S., Scott, S. V., 2005, « Organised detachment : clearinghouse mechanisms in financial markets », *Information and Organization*, vol. 15, n°3, p. 229-246.
Miyazaki, H., Riles, A., 2005, « Failure as Endpoint » in Collier, S. J., Ong, A. (eds.), *Global Assemblages. Technology, Politics, and Ethics as Anthropological Problems*, Blackwell Publishing, Oxford, pp. 320-331.
Miyazaki, H. 2006, « Economy of Dreams: Hope in Global Capitalism and Its Critiques », *Cultural Anthropology* 21 (2), pp. 147–172.
Mizruchi, M.-S., Brewer-Stearns, L., 1994, « Money, Banking, and Financial Markets », in Smelser, N. J., Swedberg, R. (eds.), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University Press, Princeton, pp. 313-341.
Monnerie, D., 2002, « Monnaies de Mono-Alu : valeurs, discontinuités et continuités dans les objets et les relations sociales », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 81-106.
Montagne, S., 2000, « Retraite complémentaire et marchés financiers aux Etats-Unis », *L'année de la régulation*, vol. 4, pp. 13-45.
Montagne, S., 2006, *Les Fonds de Pension. Entre protection sociale et spéculation financière*, Editions Odile Jacob, Paris, 301 p.
Mottis, N., Ponssard, J.-P., 2002, « L'impact des FIE sur le pilotage de l'entreprise », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 125-146.
Moulévrier, P., 2003, « Le Crédit mutuel. L'« économie sociale » comme consensus », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Epaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 93-104.
Muniesa, F., 2000, « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 121-154.
Muniesa, F., 2007, « Market technologies and the pragmatics of prices », Economy and Society, Vol. 36, n° 3, Aug., pp. 377-395.
Mustar, P., 1994, « L'entrepreneur schumpeterien a-t-il jamais existé? », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, mars, pp. 30-37.

Nader, L., 1972, « Up the Anthropologist – Perspectives Gained from Studying Up », in Hymes, D. H. (ed.), *Reinventing Anthropology*, Pantheon Books, New York, 1972, pp. 284-311.
Nietzsche, F., 1991 (1886), *Par-delà le bien et le mal*, tr. Albert, H., Sautet, M., Librairie Générale Française, Paris, 443 p.
Nietzsche, F., 1983 (1883-1885), *Ainsi parlait Zarathustra*, tr. Goldschmidt, G.-A., Librairie Générale Française, Paris, 410 p.
Nietzsche, F., 2000 (1887), *La généalogie de la morale*, tr. Wotling, P., Librairie Générale Française, 311 p.
Nietzsche, F., 1974 (1888), *L'Antéchrist*, suivi de *Ecce Homo*, tr. Hémery, J.-C., Gallimard, Paris, 339 p.
O'Barr, W. M., Conley, J. M., 1992, « Managing Relationships : The Culture of Institutional Investing », *Financial Analysts Journal*, September/October, pp. 21-27.
O'Brien, R., Williams, M., 2004, *Global Political Economy. Evolution and Dynamics*, Palgrave MacMillan, New York, notammen pp. 224-252.
Orléan, A., 1992, « La monnaie comme lien social. Etude de Philosophie de l'Argent de Georg Simmel », Genèses, n° 8, juin, pp. 86-107.
Orléan, A., 1999, *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris, 275 p.
Orléan, A., 2002, « La monnaie contre la marchandise », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 27-48.
Orléan, A., 2005, « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale dans la théorie financière moderne », in Bourghelle, D., Brandoury, O., Gillet, R., Orléan, A. (éds.), *Croyances, Représentations Collectives et Conventions en Finance*, Collection Recherche en Gestion, Economica, Paris, pp. 19-42.
Orléan, A., 2005, « La sociologie économique et la question de l'unité des sciences sociales », *L'année sociologique*, vol. 55, n° 2, pp. 279-306.
Ortiz, H., 2005, « Evaluer, apprécier : les relations entre *brokers* et gérants de fonds d'investissement », *Economie rurale*, 286-287, Mars-juin, pp. 56-70.
Pacaud, P., 2002, « Le hasina: monnaie, parole, regard. Principe de l'échange et reproduction sociale à Madagascar », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 181-196.
Palier, B., 2003, *La réforme des retraites*, Presses Universitaires de France, Paris, 127 p.
Pansard, F., 2006 « Les investisseurs institutionnels et leur place sur les marchés financiers », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 58-63.
Parmentier, R. J., 2002, « Money Talks, People Talk. Systemic and Transactional Dimensions of Palauan Exchange », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 49-80.
Patat, J.-P., 2006, « La Banque centrale », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 26-33.
Penalva Icher, E., 2007, « Le Rôle des relations de collaboration et d'amitié dans la création d'un nouveau marché financier. L'investissement socialement responsable : l'imposition d'une convention de qualité par des « entrepreneurs institutionnels » », texte présenté dans le séminaire de l'Association des Etudes Sociales de la Finance, 6 février (à paraître).
Perez, R., 2006, « L'affaire Enron », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, p. 83.
Piron, S., 2002, « La dette de Panurge », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 255-270.
Plihon, D., Ponssard, J.-P., Zarlowski, P., 2002, « Conclusion: Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence », in Plihon, D., Ponssard, J.-P. (dirs.), *La montée en puissance des fonds d'investissement*, La Documentation Française, Paris, pp. 163-173.

Plihon, D., 2004, « Les grandes entreprises fragilisées par la finance », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 125-145.
Plihon, D., 2004, *La monnaie et ses mécanismes*, Editions La Découverte, Paris, 122 p.
Plihon, D., 2006, « Instabilité financière et risque systémique: l'insuffisance du contrôle macroprudentiel », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 85-90.
Polanyi, K., 1983 (1944), *La Grande Transformation*, Editions Gallimard, 419 p.
Poon, M. 2007, « Scorecards as devices for consumer credit : the case o Fair, Isaac & Company, Inc. », *The Sociological Review*, Vol. 55, Suplement 2, Oct., pp. 284-306.
Pradier, P.-C., 2007, « L'énigme de la prime de risque. La fortune d'un problème qui n'existe pas », texte présenté dans le séminaire de l'Association des Etudes Sociales de la Finance, CEVIPOF, Paris, 18 avril.
Preda, A., 2003, « Les hommes de la Bourse et leurs instruments merveilleux. Technologies de transmission des cours et origines de l'organisation des marchés modernes », *Réseaux,* « Technologies de Marché », pp. 137-165.
Ramirez, C., 2003, « Du commissariat aux comptes à l'audit. Les Big 4 et la profession comptable depuis 1970 », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Espaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 62-79.
Reverchon, A., 2006, « Rentabilité et investissement socialement responsable: l'état de la recherche », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, p. 77.
Rickert, H., 1998 (1924), *Les problèmes de la philosophie de l'histoire. Une introduction*, tr. Rammstedt, O., Presses Universitaires du Mirail, Toulouse, 177 p.
Riles, A., 2004, « Real Time: Unwinding technocratic and anthropological knowledge », *American Ethnologist* 31(3), pp. 1-14.
Rubinstein, M., 2004, « Le Japon: du miracle économique à la débâcle financière », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 171-195.
Ruimy, M., 2006, « La régulation financière », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 34-39.
Sahlins, M., 1963, « Poor Man, Rich Man, Big-Man, Chief : Political Types in Melanesia and Polynesia », *Comparatives Studies in Society and History*, Vol. 5, N° 3, April, pp. 285-303
Sahlins, M., 1976, *Age de pierre, age d'abondance. L'économie des sociétés primitives*, tr. Jolas, T., Editions Gallimard, Paris, 411 p.
Salais, R., 2004 (1994), « Incertitudes et interactions de travail : des produits aux conventions », in Orléan, A. (dir.) *Analyse économique des conventions*, Quadrige Presses Universitaires de France, Paris, pp. 395-427.
Sarfati, F., 2003, « A la lisière des parquets. Identité professionnelle des salariés du courtage en ligne », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Epaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 80-92.
Sarfati, F., 2007, « Quand la passion s'en mêle. La mixité à l'épreuve des modes d'engagement au travail », *Sociologies Pratiques*, n° 14, 1, pp. 59-73.
Sauviat, C., 1994, « Le conseil: un « marché réseau » singulier », in de Bandt, J., Gadrey, J. (éds.), *Relations de service, marchés de services*, CNRS Editions, Paris, pp. 241-262.
Sauviat, C., 2003, « Deux professions dans la tourmente. L'audit et l'analyse financière », in *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, « Espaces de la Finance », 146-147, mars, pp. 21-40.

Sauviat, C., 2004, « Les fonds de pension et les fonds mutuels: acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial », in Chesnais, F., (dir.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Editions La Découverte, Paris, pp. 99-124.
Schumpeter, J., 1999 (1926), *Théorie de l'évolution économique. Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, tr. Anstett, J.-J. (1935), Dalloz, Paris, 371 p.
Schumpeter, J., 1962 (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper Torchbooks, New York, 431 p.
Schwartzman, H. B., 1993, *Ethnography in organizations*, *Qualitative Research Methods Series, 27*, Sage, London, 83 p.
Scialom, L. 2006, « Le paysage bancaire et ses mutations », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 11-16.
Sciardet, H., 1996, « Commerce, marchés, transactions: une approche ethnographique », *Genèses*, n° 25, déc. pp. 29-49.
Scott, S. V., Wahlsam, G., 2002, « Banking on Trust : Managing Reputation Risk in Financial Services Organizations », Working Paper, Department of Information Systems, London School of Economics and Political Science.
Séjourné, B., 2006, « Les circuits de collecte de l'épargne et son utilisation », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 46-51
Servet, J.-M., 1999, *Une économie sans argent. Les systèmes d'échange local*, Editions du Seuil, Paris, 349 p.
Simiand, F., 2000 (1912), « La méthode positive contre « l'économie abstraite » », *Socio-Anthropologie*, n° 7, 1er sem., pp. 117-121.
Simmel, G., 1987 (1907), *Philosophie de l'argent*, tr. Cornille, S., Ivernel, P., Presses Universitaires de France, Paris, 662 p.
Sinclair, T., J., 2005, *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Cornell University Press, Ithaca and London, 186 p.
Smith, A., 1991 (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Prometheus Books, New York, 590 p.
Smith, C., 1999, *Success and Survival on Wall Street. Understanding the Mind of the Market*, Roman & Littlefield Publishers, Inc., New York, 220 p.
Smith, C. S., 2007, « Markets as Definitional Practices », *The Canadian Journal of Sociology*, Vol. 32, n°1, Winter pp. 1-39.
Smith, V., 1990, *Managing in the corporate interest. Control and resistance in an American bank*, University of California Press, Los Angeles, 245 p.
Spinoza, B., 1965 (1677), *Ethique*, tr. Appuhn, C., GF-Flammarion, Paris, 379 p.
Stark, D., 1998, « Recombinant property in East European capitalism », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Market*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 116-146.
Steiner, P., 1999, *La sociologie économique*, Editions La Découverte, 123 p.
Steiner, P., 2005, *L'école durkheimienne et l'économie. Sociologie, religion, connaissance*, Librairie Droz, Genève, 369 p.
Stewart, P. J., Starthern, A., 2002, « Transformations of Monetary Symbols in the Highlands of Papua New Guinea », in *L'Homme*, n° 162, avril/juin, pp. 137-156.
Stiglitz, J., 2006, *Making Globalization Work*, Penguin Books, London, 358 p.
Strauss, A. L., 1994, « L'influence réciproque de la routine et de la non routine dans l'action », Menger, P.-M., Passeron, J.-C., *L'Art de la Recherche: Essais en l'honneur de Raymonde Moulin*, La Documentation Française, Paris, pp. 349-366.

Swedberg, R., 1994, « Markets as Social Structures », in Smelser, N. J., Swedberg, R. (eds.), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University Press, Princeton, pp. 3-26.

Swedberg, R., 2005, « Conflicts of Interests in the US Brokerage Industry », », in Knorr Cetina, K., Preda, A. (eds.), *The sociology of financial markets*, Oxford University Press, Oxford, pp. 187-203.

Tadjeddine, Y., 2000, « Les prises cognitives de la rationalité. Une typologie des décisions spéculatives », *Politix*, Vol. 13, n° 52, pp. 57-72.

Ténédos, J., Weber, F., 2006, *L'économie domestique, entretien avec Florence Weber (Ethnographie du quotidien, première partie)*, Aux lieux d'être, Paris, 127 p.

Theys, T., Young, P., 1999, *Capital Market Revolution. The Future of Makets in an Online World*, Pearson Education Limited, London, 212 p.

Thomas, J.-P., 1990, *Les politiques économiques au XXème siècle*, Armand Colin, Paris, 192 p.

Trojman, J., 2006, « Endettement des particuliers et accès au crédit », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, n° 331, mars-avril, pp. 52-57.

Vercher, C., Brabet, J. et Benchemam, F., 2004, « De l'évaluation des analystes et des gérants à l'évaluation des actifs », Communication au XVème congrès annuel de l'AGRH – Université de Québec à Montréal, Septembre.

Walter, C., Brian, E., (éds.), *Critique de la valeur fondamentale*, Springer, Paris, 206 p.

Weber, F., 1996, « Réduire ses dépenses, ne pas compter son temps. Comment mesurer l'économie domestique ? », *Genèses*, n° 25, déc., pp. 5-28.

Weber, F., 2000 « Transactions marchandes, échanges rituels, relations personnelles. Une ethnographie économique après le grand partage », *Genèses*, n° 41, déc., pp. 85-107.

Weber, M., 1988 (1894), « Die Börse », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, pp. 256-257.

Weber, M., 1992 (1904), « L'objectivité de la connaissance dans les sciences et la politique sociales », in Weber, M., 1992, *Essais sur la théorie de la science*, tr. Freund, J., Editions Plon Pocket, Paris, pp. 117-201.

Weber, M., 2002 (1904-1905), *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, tr. Kalinowski, I., Flammarion, Paris, 395 p.

Weber, M., 1992 (1906), « Etudes critiques pour servir à la logique des sciences de la « culture » », in Weber, M., 1992, *Essais sur la théorie de la science*, tr. Freund, J., Editions Plon Pocket, Paris, pp. 203-299.

Weber, M., 1988 (1908), « Die Grenznutzlehre und das « psychophysiche Grundgesetz » », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Wissechschaftslehre*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, pp. 384-399.

Weber, M., 1988 (1910, 1912), « Geschäftsbericht und Diskussionsreden auf den deutschen soziologischen Tagungen », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, pp. 431-491.

Weber, M., 1992 (1917), « Essai sur le sens de la « neutralité axiologique » dans les sciences sociologiques et économiques » in Weber, M., 1992, *Essais sur la théorie de la science*, tr. Freund, J., Editions Plon Pocket, Paris, pp. 365-433.

Weber, M., 1988 (1919), « Wissenschaft als Beruf », in Weber, M., 1988 (1922), *Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, pp. 582-613.

Weber, M., 1988 (1920), « Zwischenbetrachtung : Theorie der Stufen und Richtungen religiöser Weltablehnung », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Religionssoziologie I*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen, pp. 536-573.

Weber, M., 1988 (1920), « Vorbemerkung », in Weber, M., *Gesammelte Aufsätze zur Religionssoziologie I*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen, notamment pp. 12-13.

Weber, M., 1990 (1922), *Wirtschaft und Gesellschaft*, J.C.B Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, 942 p. ; Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société 1*, tr. Freund, J., et alii, Editions Plon, Paris, 411 p. ; Weber, M., 1995 (1922), *Economie et Société 2*, tr. Freund, J., et alii, Editions Plon, Paris, 425 p.

Wittgenstein, L., 1953, *Philosophische Untersuchungen*, The MacMillan Company, New York (édition bilingue), 232 p. ; Wittgenstein, L., 1961 (1953), *Investigations Philosophiques* (publié avec le *Tractatus logico-phiosophicus*), tr. Klossoswki, P., Gallimard, Paris, 364 p.

Wolf, M., 2004, *Why Globalization Works. The case for the global market economy*, Yale University Press, New Haven and London, 398 p.

Wright, S., 1994, « Culture in anthropology and organizational studies », in Wright, S. (ed.), *Anthropology of organizations*, Routledge, New York, pp. 1-34.

Yovel, Y., 1998, « Kant's Practical Reason as Will: Interest, Recognition, Judgment and Choice », *The Review of Metaphysics* 52 (December), pp. 267-294.

Zaloom, C., 2005, « The Discipline of Speculators », in Collier, S. J., Ong, A. (eds.), *Global Assemblages. Technology, Politics, and Ethics as Anthropological Problems*, Blackwell Publishing, Oxford, pp. 253-269.

Zaloom, C., 2006, *Out of the Pits, Traders and Technology from Chicago to London*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 224 p.

Zelizer, V., 1992, « Repenser le marché. La construction sociale du « marché aux bébés » aux Etats-Unis, 1870-1930 », *Actes de la Recherce en Sciences Sociales*, n° 94, sept., pp. 3-26.

Zelizer, V., 1997, *The Social Meaning of Money. Pin Money, Paychecks, Poor Relief, and Other Currencies*, Princeton University Press, 286 p.

Zelizer, V., 1998, « The proliferation of social currencies », in Callon, M. (ed.), *The Laws of the Markets*, Blackwell Publishers, Oxford, pp. 58-68.

Zelizer, V., 2005, « Circuits within Capitalism », in Nee, V., Swedberg, R. (eds.), *The Economic Sociology of Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, pp. 289-322.

Zelizer, V., 2005, *The Purchase of Intimacy*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 356 p.

Zelizer, V., 2006, « L'argent social », Entretien avec Florence Weber, *Genèses*, n° 65, décembre, pp. 127-138.

Sites Web cités

Alternative Investment Management Association :
http://www.aima.org.
Bank for International Settlements :
http://www.bis.org/publ/bcbsc111.pdf
http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm
British Bankers' Association :
http://www.bba.org.uk
Chartered Financial Analyst Institute :
http://www.cfainstitute.org.
Fidelity Management and Research LLC :
http://content.members.fidelity.com/Inside_Fidelity/fullStory/0,,3038,00.html
Financial Industry Regulatory Authority : www.finra.org.
http://www.finra.org/RegistrationQualifications/BrokerGuidanceResponsibility/Qualifications/p011105
Fitch Inc. :
http://www.fitchratings.com
Hedge Fund Research :
https://www.hedgefundresearch.com/
Moody's :
http://www.moodys.com
Parlement Européen, Commission des affaires économiques et monétaires
http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+COMPARL+PE-404.764+01+DOC+PDF+V0//FR&language=FR
Securities and Exchange Commission
http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8041.htm
Société Française des Analystes Financiers :
http://www.sfaf.com.
Standard & Poor's :
http://www.standardandpoors.com
U.S. Census Bureau,
http://www.census.gov/svsd/www/services/sas/sas_data/52/2005_NAICS52.pdf).
http://www.finra.org/RegistrationQualifications/BrokerGuidanceResponsibility/Qualifications/p011051

Annexes

Annexe I

Morgan Stanley : « Alitalia : Full Year Results Ahead ! »

Equity Research
Europe

Italy

Transport : Airlines

Alitalia

Reuters: AZPIa.MI Bloomberg: AZA IM

Martin Borghetto
+44 20 7513 6698
Martin.Borghetto@morganstanley.com
Boniface Berthelot
+44 20 7513 8942
Boniface.Berthelot@morganstanley.com
Ralph Kent
+44 20 7513 8942
Ralph.Kent@morganstanley.com

Pre-Results Commentary

March 22, 2002

Full Year Result Ahead!

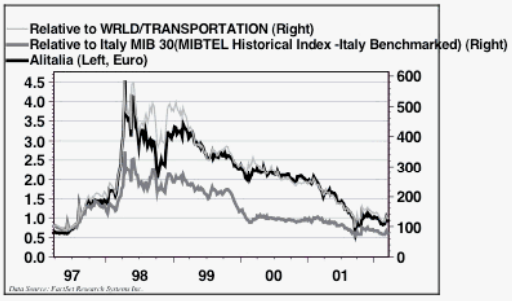
STOCK RATING	UNDERWEIGHT
Price (March 21, 2002)	€0.97
Price Target	€0.45
52-Week Range	€1.77-0.62

Stock ratings are relative to the analyst's industry (or industry team's) coverage universe.

MSCI SECTOR	INDUSTRIALS
EU Strategist Weight	9%
MSCI Europe Weight	7%

- **Alitalia will report its full year results on the 28th or 29th of March**
  We forecast an operating loss of US$371 million (vs. €276 million last year) and a loss per share of €0.279 (vs. €0.165 last year).
- **Alitalia remains in a weak competitive position, in our view**
  Alitalia needs to redesign its strategy, cut costs and find some new capital to restructure the operation.
- **We reiterate our Underweight stock rating**
  Alitalia's enterprise valuation, at a premium to invested capital, does not reflect the carrier's consistent path of value destruction over recent years.
- **We rate European Airlines In-Line**
  Overall, the industry valuation discounts the short-term trading outlook, in our view. Our target valuation upside for the sector (+5%) does not justify an Attractive rating versus the broader market.

Stock Price Performance



Company Description

Alitalia was founded in 1946 and is Italy's leading airline. It is focused on both long and short-haul passenger and air cargo services. In 2001, it was the fifth largest European carrier in terms of passengers transported and in terms of scheduled passenger traffic (measured in revenue passenger kilometres). With regard to cargo, Alitalia ranked 7th in Europe in terms of freight tonne kilometres flown.

Fiscal Year Ends (Dec/31)	2000	2001E	2002E	2003E
Stated EPS (€)	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.1)
Cash EPS (€)	264.4	302.7	331.7	298.5
Average Price (€)	2.8	2.8	2.1	1.0
Operating profit (€m)	(115.1)	(275.8)	(371.4)	(80.6)
Stated Pre Tax Profit (€m)	(97.5)	(272.5)	(430.7)	(106.5)
Stated Net Income (€m)	6.1	(255.6)	(432.0)	(105.2)
Adj Net Income (€m)	(110.5)	(312.1)	(483.6)	(156.9)
Stated P/E	717.1	(12.7)	(3.5)	(14.3)
P/CE	5.5	32.6	(9.9)	10.6
Price/Book	2.5	2.9	3.1	1.2
EV/EBITDA	34.0	172.3	(92.7)	16.8
EV/EBITDAR	27.6	50.4	140.7	21.3
Curr. Yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Market Cap (US$m, €m)	1332.2, 1,506.2	Book value (12/00) (€m)	1,493.7
Adj Enterprise Value (€m)	4,561.9	Free Float (%)	27.0
Debt / Equity (12/00)	204.6	Stated Return on Equity (12/00) (%)	(17.1)
Shares outstanding (m)	1,548.0		

Historical ratios are calculated using historical prices
E = Morgan Stanley Research Estimates.

Please see the important disclosures at the end of this report.

ALITALIA: Key Assumptions

Year-end Dec 31 (%)	1999	2000	2001E	2002E
Pro-Forma Revenue Growth	5.1	11.4	(1.3)	(14.2)
Passenger Yield Growth	(7.2)	1.4	4.0	1.0
Unit cost Growth	6.4	11.3	13.7	(9.2)
Traffic (RPK) Growth	4.3	10.3	(9.4)	(11.0)
Capacity (ASK) Growth	6.3	2.7	(11.7)	(10.0)
EBIT Margin (stated)	(2.4)	(5.1)	(6.9)	(1.7)
Return on Invested Capital	(4.0)	(8.6)	(13.3)	(2.7)
Adj. Return on Equity	(6.3)	(20.9)	(45.4)	(12.0)
Cost of Equity	8.1	8.1	8.1	8.1
WACC	6.7	6.7	6.7	6.7

ALITALIA: Points to look out for

- Full year figures on 28/29th of March
- Strategic restructuring plan t be announced early April
- possible convertible launch in late spring targeted by the company

ALITALIA: Income Statement

Year-end Dec 31 (€mn)	1999	2000	2001E	2002E
Revenues	5,061	5,638	5,565	4,772
Change (%)		*11.4*	*-1.3*	*-14.2*
Operating expenses	(4,912)	(5,611)	(5,605)	(4,554)
EBITDA	149	27	(40)	218
Depreciation & Amortisation	(264)	(303)	(332)	(299)
EBIT	(115)	(276)	(371)	(81)
EBIT Margin (%)	*-2.3*	*-4.9*	*-6.7*	*-1.7*
Net Financial Expense	18	3	(59)	(26)
EBT	(98)	(272)	(431)	(106)
Extraordinary Items	115	57	52	52
Tax	(11)	(40)	(53)	(50)
Tax Rate (%)	*11.4*	*14.9*	*12.3*	*47.3*
Net Income	6	(256)	(432)	(105)
Basic EPS (Reported) (€cent)	0.4	(16.5)	(27.9)	(6.8)
Change (%)		*-43.2*	*0.7*	*-0.8*
Adj. EPS (€)	(7.1)	(20.2)	(31.2)	(10.1)
Change (%)		*1.8*	*0.5*	*-0.7*
Share Outstanding (mn)	1,548	1,548	1,548	1,548

ALITALIA: Balance Sheet

Year-end Dec 31 (€mn)	1999	2000	2001E	2002E
Accounts Receivables	982	1,341	1,102	904
Inventory	211	231	207	207
Accruals/Prepayments	38	40	83	83
Net PPE	2,426	2,773	3,093	3,362
Investments	83	115	103	103
Intangibles	104	97	77	77
Cash and Cash Equivalents	181	102	(697)	(686)
Total Assets	**4,026**	**4,700**	**3,968**	**4,050**
Short-term liabilities	1,089	1,254	1,141	978
Accrued Liabilities	35	222	36	36
Long-term Debt	416	986	986	986
Pension Provision	358	396	396	396
Other Provisions	374	345	345	345
Minority Interests	2	3	3	3
Share Capital	1,442	1,442	1,442	1,792
Retained earnings	274	280	24	(408)
P&L	8	(256)	(432)	(105)
Reserves	28	29	29	29
Total Shareholders' Equity	**1,751**	**1,494**	**1,062**	**1,306**
Total Liabilities and Equity	**4,026**	**4,700**	**3,968**	**4,050**

ALITALIA: Cash Flow Statement

Year-end Dec 31 (€mn)	1999	2000	2001E	2002E
Operating Profit Before Depreciation	(115)	(276)	(371)	(81)
Depreciation & Amortisation	264	303	332	299
Change in Working Capital	(23)	(74)	(79)	36
Provisions	18	(57)	0	0
Other	8	41	0	0
Financial Cash Flow	18	3	(59)	(26)
Taxation	(11)	(40)	(53)	(50)
Cash from Operations	**159**	**(99)**	**(231)**	**177**
Capital Expenditures	(469)	(1,041)	(620)	(568)
Dividends Paid	(0)	(0)	0	0
Other	165	575	52	52
Cash from Investing Activities	**(304)**	**(466)**	**(568)**	**(516)**
Net Cash Flow Pre-Financing	**(146)**	**(566)**	**(799)**	**(339)**
Financing activities	(80)	392	0	0
Capital Contribution	0	0	0	350
Other	8	(464)	0	0
Increase in Cash	**(217)**	**(637)**	**(799)**	**11**
Change (%)		*193.0*	*25.3*	*-101.4*

E = Morgan Stanley Research Estimates

Source: Company data, Morgan Stanley Research

Please see the important disclosures at the end of this report.

Full Year Result Ahead!

Forecasts details

Alitalia will report its 2001 results on the 28th (after market close) or 29th (morning) of March. Our forecasts are shown in the table beneath:

Exhibit 1

Alitalia: 2001E Forecasts

€mn	2000	2001E	% change	Consensus (IBES)
Turnover	5637.6	5565.1	-1.3	5500
EBIT	(275.8)	(371.4)	NM	(330)
PBT (before excep.)	(272.5)	(430.7)	NM	(420)
Net income	(178.1)	(432)	NM	(500)
EPS (€cents)	(16.5)	(27.9)	NM	(29)

E = Morgan Stanley Research Estimates

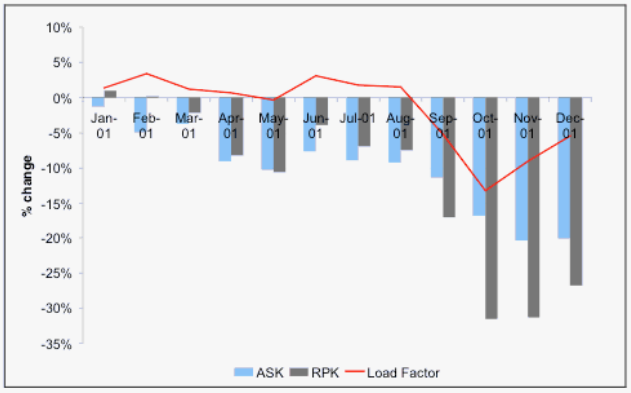
Source: Company data, IBES, Morgan Stanley Research

In 2001, Alitalia cut capacity by 10.2%. Until September, load factors were on an upward trend as traffic decreased less than capacity. WTC attacks had a strong impact on Alitalia. Its 4Q traffic dropped by 30% compared with an industry average of -18% (source: AEA), and load factors declined by 9.3% over 4Q (see exhibit 2).

We believe that these events together with a lack of real restructuring over the year justify our –6% EBIT margin forecast for 2001.

Exhibit 2

Alitalia: Traffic patterns in 2001



Source: Company Data

Restructuring and refinancing still awaited

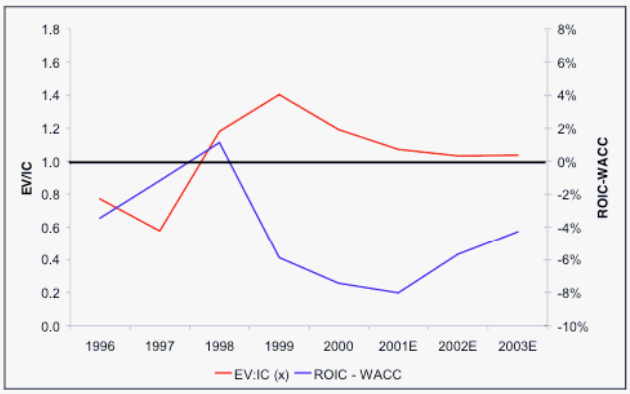
Overall, we feel that Alitalia's competitive position has not improved since it joined the global SkyTeam alliance. We continue to believe that it needs a strategic rethink and a complete reassessment of its hub and network strategy. Alitalia remains weak when compared with global network carriers like Lufthansa and Air France, in our view. We believe that it should focus on the European market and a number of key long-haul destinations while cutting costs to generate a better profitability. However, a restructuring plan would need capital. Management targets a convertible bond issue worth some €1.2-1.4 billion later this spring. Last week, several Italian ministers stated that they would allow Air France to take a 14% stake in Alitalia. We do not believe that this scenario is likely. Air France has denied its interest beyond a symbolic 2-3% cross-shareholding.

Valuation and rating

On our estimates, Alitalia is trading on 2002 multiples at a premium to the sector (see exhibit 4). EV/EBITDAR of 21.3x compares with a European average of 8.0x. In addition, we believe that enterprise valuation, at a premium to invested capital, does not reflect the carrier's consistent path of value destruction over recent years. We rate Alitalia Underweight.

Exhibit 3

Alitalia: Current share price doesn't reflect value destruction



E = Morgan Stanley Research Estimates

Source: Company data, Morgan Stanley Research

Please see the important disclosures at the end of this report.

Exhibit 4

European Airlines: Valuation Table (1)

		Year	Pretax (m)	EPS	CPS	Net Div	P/E	P/CE	Yield (%)	EV/ Sales	EV/ EBITDA	EV/ EBITDAR	MARKET CAP Local (bn)	MARKET CAP US US$(bn)
British Airways	£			p	p									
Equal-Weight													2.721	3.901
Share Price (p)	242.02	2000	5.0	(0.9)	58.3	18.1	(435.0)	6.6	4.7	1.1	13.3	12.0		
Price Target	N/A	2001	150.0	11.2	77.1	17.9	32.2	4.7	5.0	1.1	9.0	8.7		
		2002E	(619.9)	(49.4)	23.5	0.0	(4.9)	10.3	0.0	1.1	17.8	14.8		
		2003E	(289.8)	(23.9)	49.9	0.0	(10.1)	4.8	0.0	1.1	10.8	10.1		
KLM	€													
Equal-Weight													0.810	0.710
Share Price	17.30	2000	28.6	7.2	15.8	0.0	3.5	1.6	0.0	0.7	8.8	8.1		
Price Target	N/A	2001	149.0	1.6	10.8	0.6	15.1	2.3	2.4	0.9	5.7	6.1		
		2002E	(264.9)	(4.0)	6.0	0.0	(4.4)	2.9	0.0	1.0	10.8	8.8		
		2002E	(32.0)	(0.7)	9.6	0.0	(25.3)	1.8	0.0	0.9	6.1	6.5		
Lufthansa	€													
Overweight													6.964	6.109
Share Price	18.25	1999	1,002.9	1.7	4.1	0.6	11.9	4.8	2.8	0.7	5.5	5.5		
Price Target	20.00	2000	1,215.3	1.8	4.5	0.6	13.3	5.4	2.3	0.7	5.2	5.2		
		2001E	(751.0)	(1.5)	1.6	0.0	(11.8)	11.3	0.0	0.6	8.2	8.2		
		2002E	(58.4)	(0.2)	3.0	0.0	(109.9)	6.0	0.0	0.6	6.3	6.3		
Ryanair	€													
Overweight													4.802	4.212
Share Price	6.63	2000	90.1	0.1	0.2	0.0	24.2	15.1	0.0	4.0	11.7	11.6		
Price Target	7.20	2001	123.4	0.1	0.2	0.0	33.0	21.1	0.0	6.4	18.1	17.6		
		2002E	158.7	0.2	0.3	0.0	35.2	24.0	0.0	7.4	21.0	20.7		
		2003E	192.6	0.2	0.3	0.0	29.5	21.0	0.0	6.3	18.2	18.0		

Note: historical ratios are calculated using historical price *sE = Morgan Stanley Research Estimates* *Source: Company data, Morgan Stanley Research*

Please see the important disclosures at the end of this report.

Exhibit 5

European Airlines: Valuation Table (2)

		Year	Pretax (m)	EPS	CPS	Net Div	P/E	P/CE	Yield (%)	EV/ Sales	EV/ EBITDA	EV/ EBITDAR	MARKET CAP Local (bn)	MARKET CAP US US$(bn)
Air France	€													
Overweight													4.550	3.991
Share Price	20.70	2000	305.6	1.7	5.2	0.0	10.1	3.2	0.0	0.6	6.1	6.3		
Price Target	22.50	2001	335.0	1.9	6.1	0.0	10.6	3.3	0.0	0.7	7.2	6.7		
		2002E	25.9	0.3	4.8	0.0	62.4	4.3	0.0	0.6	7.3	7.2		
		2003E	96.8	0.7	5.1	0.0	31.0	4.1	0.0	0.7	6.6	6.7		
Alitalia	€													
Underweight													1.506	1.332
Share Price	0.97	1999	(97.5)	0.0	0.2	(0.0)	717.1	5.5	(0.0)	1.3	34.0	27.6		
Price Target	0.45	2000	(272.5)	(0.2)	0.0	0.0	(12.7)	32.6	0.0	1.1	172.3	50.4		
		2001E	(430.7)	(0.3)	(0.1)	0.0	(3.5)	(9.9)	0.0	1.2	(92.7)	140.7		
		2002E	(106.5)	(0.1)	0.1	0.0	(14.3)	10.6	0.0	1.3	16.8	21.3		
Finnair	€													
Equal-Weight													0.364	0.320
Share Price	4.3	2000	58.0	0.4	1.6	0.2	11.1	2.9	5.2	0.8	3.8	6.0		
Price Target	N/A	2001E	148.5	0.9	2.7	0.2	4.5	1.6	5.9	1.0	2.3	5.1		
		2002E	3.4	(0.1)	1.2	0.3	(56.3)	3.5	5.8	0.9	5.1	6.3		
easyJet	£			p	p									
Equal-Weight													1.446	2.073
Share price	529.801	1999	1.3	0.7	7.5	0.0	459.1	41.5	0.0	11.1	71.0	65.4		
Price target	N/A	2000	22.1	11.8	20.4	0.0	26.2	15.2	0.0	6.2	34.5	27.9		
		2001E	40.1	15.2	22.0	0.0	28.9	20.0	0.0	4.0	21.1	17.2		
		2002E	57.0	18.1	24.4	0.0	29.2	21.7	0.0	2.9	14.1	11.9		
Iberia														
Overweight				cent	cent								1.525	1.337
Share price	1.67	2000	63.1	22.0	24.1	4.9	5.3	0.0	3.0	0.3	5.8	6.9		
Price target	1.75	2001	31.1	5.4	41.2	1.4	30.7	0.0	0.8	0.3	6.7	7.2		
		2002E	43.6	5.0	22.1	1.2	33.7	0.1	0.7	0.2	4.2	5.8		
		2003E	142.0	11.2	30.1	2.8	14.9	0.1	1.7	0.2	2.6	4.9		

Note: historical ratios are calculated using historical price *sE = Morgan Stanley Research Estimates* *Source: Company data, Morgan Stanley Research*

Please see the important disclosures at the end of this report.

The information and opinions in this report were prepared by Morgan Stanley & Co. International Limited ("Morgan Stanley"). Morgan Stanley has no obligation to tell you when opinions or information in this report change. Morgan Stanley and its affiliate companies are involved in many businesses that may relate to companies mentioned in this report. These businesses include market making and specialized trading, risk arbitrage and other proprietary trading, fund management, investment services and investment banking.

This report is based on public information. Morgan Stanley makes every effort to use reliable, comprehensive information, but we make no representation that it is accurate or complete. We are not offering to buy or sell the securities mentioned or soliciting an offer to buy or sell them.

Within the last three years, Morgan Stanley, Morgan Stanley DW Inc. and/or their affiliate companies managed or co-managed a public offering of the securities of FINMECCANICA (IRI), ROLLS-ROYCE PLC, EMBRAER - EMP. BRASIL AERON., DEUTSCHE LUFTHANSA AG, RYANAIR HOLDINGS LIMITED, SAS.

Morgan Stanley, Morgan Stanley DW Inc. and/or their affiliate companies make a market in the securities of BRITISH AIRWAYS PLC 25P ORDS, RYAN AIR HLDG PLC ADS.

Morgan Stanley & Co. International Limited provides corporate broking services to RYAN AIR HLDG PLC.

Morgan Stanley, Morgan Stanley DW Inc., affiliate companies, and/or their employees may have an investment in securities and derivatives of securities of companies mentioned in this report. These derivatives may be issued by Morgan Stanley or others associated with it.

The securities discussed in this report may not be suitable for all investors. Investors must make their own investment decisions based on their own investment objectives and financial position. Morgan Stanley recommends that investors independently evaluate each issuer, security or instrument discussed, and use any independent advisers they believe necessary. The value of and income from your investment may vary because of changes in interest rates or foreign exchange rates, changes in the price of securities or other indexes in the securities markets, changes in operational or financial conditions of companies and other factors. There may be time limitations on the exercise of options or other rights in your securities transactions. Past performance is not necessarily a guide to future performance.

This publication is disseminated in Japan by Morgan Stanley Japan Limited and/or Morgan Stanley Nippon Securities Limited; in Singapore by Morgan Stanley Dean Witter Asia (Singapore) Pte., regulated by the Monetary Authority of Singapore; in Australia by Morgan Stanley Dean Witter Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576, a licensed dealer, which accepts responsibility for its contents; in certain provinces of Canada by Morgan Stanley Canada Limited, which has approved of, and has agreed to take responsibility for, the contents of this publication in Canada; in Spain by Morgan Stanley, S.V., S.A., a Morgan Stanley group company, which is supervised by the Spanish Securities Markets Commission (CNMV) and states that this document has been written and distributed in accordance with the rules of conduct applicable to financial research as established under Spanish regulations; in the US by Morgan Stanley & Co. Incorporated and Morgan Stanley DW Inc., which accept responsibility for its contents. Private UK investors should obtain the advice of their Morgan Stanley & Co. International Limited representative about the investments concerned.

This report may not be sold or redistributed without the written consent of Morgan Stanley Dean Witter & Co. Morgan Stanley is a service mark of Morgan Stanley Dean Witter & Co.

Additional information on recommended securities is available on request.

Morgan Stanley

The Americas	Europe	Japan	Asia/Pacific
1585 Broadway	25 Cabot Square, Canary Wharf	20-3, Ebisu 4-chome	Three Exchange Square
New York, NY 10036-8293	London E14 4QA	Shibuya-ku,	Central
United States	United Kingdom	Tokyo 150-6008, Japan	Hong Kong
Tel: +1 (1)212 761 4000	Tel: +44 (0)20 7513 8000	Tel: +81 (0)3 5424 5000	Tel: +852 2848 5200

INDUSTRY COVERAGE: AIRLINES

Company	Ticker		Rating as of	Price at 03/20/02
Air France	AIRF.PA	O	03/21/02	€20.70
Alitalia	AZPIa.MI	U	03/21/02	€0.97
British Airways	BAY.L	E	03/21/02	242p
Finnair	FIA1S.HE	E	03/21/02	€4.30
Iberia	IBLA.MC	O	03/21/02	€1.67
KLM	KLM.AS	E	03/21/02	€17.30
Lufthansa Ag	LHAG.DE	O	03/21/02	€18.25
Ryanair	RYA.I	O	03/21/02	€6.63
Ryanair	RYA.L	O	03/21/02	407p
SAS AB	SAS.ST	NR	03/21/02	SKr80.00
easyJet	EZJ.L	E	03/21/02	530p

Stock ratings are subject to change. Please see latest research for each company.

ANALYST STOCK RATINGS

Overweight (O). The stock's total return is expected to exceed the average total return of the analyst's industry (or industry team's) coverage universe, on a risk-adjusted basis, over the next 12-18 months.

Equal-weight (E). The stock's total return is expected to be in line with the average total return of the analyst's industry (or industry team's) coverage universe, on a risk-adjusted basis, over the next 12-18 months.

Underweight (U). The stock's total return is expected to be below the average total return of the analyst's industry (or industry team's) coverage universe, on a risk-adjusted basis, over the next 12-18 months.

More volatile (V). We estimate that this stock has more than a 25% chance of a price move (up or down) of more than 25% in a month, based on a quantitative assessment of historical data, or in the analyst's view, it is likely to become materially more volatile over the next 1-12 months compared with the past three years. Stocks with less than one year of trading history are automatically rated as more volatile (unless otherwise noted). We note that securities that we do not currently consider "more volatile" can still perform in that manner.

ANALYST INDUSTRY VIEWS

Attractive (A). The analyst expects the performance of his or her industry coverage universe to be attractive vs. the relevant broad market benchmark over the next 12–18 months.

In-Line (I). The analyst expects the performance of his or her industry coverage universe to be in line with the relevant broad market benchmark over the next 12–18 months.

Cautious (C). The analyst views the performance of his or her industry coverage universe with caution vs. the relevant broad market benchmark over the next 12–18 months.

© 2002 Morgan Stanley

Annexe II

UBS Warburg : « Alitalia : dilution adjustment ahead »

UBS Warburg
GIUBERGIA UBS WARBURG
Società di Intermediazione Mobiliare

Andrew Barker
+44 20 7568 0468
andrew.barker@ubsw.com

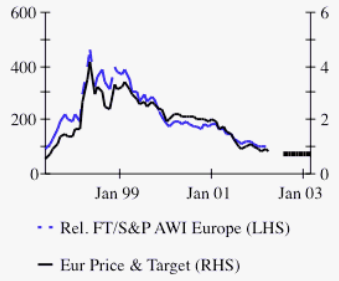
Anna Martin
+44 20 7568 8862
anna.martin@ubsw.com

Alitalia (AZPIa.MI)

Reduce

3 April 2002 | **Airlines** | **Italy**

Price	Eur0.86
12 month range	1.76/0.62
Price target	Eur0.75 (–13%)
Market capitalisation	
E3.00bn/Lit5.80trn/US$2.63bn	
Shares in issue	3,483m
Free float (%)	53
Average volume ('000)	63



Em	Sales	EBITDA	EBIT	PTP	UBSW EPS	Net DPS	EV/ EBITDA	EV/EBIT	UBSW PE	Net div. yield
12/99	4,807.2	(104.3)	(368.8)	(89.3)	0.01	0.00	>100x	NM	>100x	0.0%
12/00	5,390.8	(229.8)	(522.7)	(249.4)	(0.17)	0.00	NM	NM	NM	0.0%
12/01E	5,303.6	(98.2)	(408.1)	(325.9)	(0.28)	0.00	79.6x	NM	NM	0.0%
12/02E	4,543.6	(96.1)	(353.3)	(139.4)	(0.01)	0.00	>100x	NM	NM	0.0%
12/03E	4,735.6	399.3	152.4	371.8	0.06	0.00	5.5x	18.1x	13.4x	0.0%

*PE and yield based on share price of Eur.86 from 08/04/02. All per share data is displayed in E
Source: Company data, UBS Warburg estimates.

Alitalia: dilution adjustment ahead

Event

Alitalia has announced a potential E1.4bn recapitalisation, 1/2 by way of a 5for4 rights issue at E0.37, 1/2 by way of a convertible. It has outlined reform of the business model, and a new union agreement will reportedly save E140m over next 2 years.

Impact

As a result of changes to our assumptions on yield and staff cost, we have reduced our EBIT loss forecast for 2002 from ITL1,052bn to ITL721bn. Net profit revised from 02E –ITL450bn to –ITL50m. Asset sales mean a 14.5% drop in '02E revenues vs. '01, but profits below the EBIT line.

Valuation

In addition to balance sheet repair work, Alitalia must spend E1.9bn over the next 2 yrs on fleet reconfiguration for the new business model. This makes it highly unlikely that Alitalia will generate free cash over the next 5 years. It is therefore more expensive than its peers, on our forecasts.

Action

The share price must absorb the implications of the recap dilution before it would be worth thinking about buying for the turn, in our view. As a result, we have revised our price target from E1 to E0.75.

Background

The management of Alitalia has three main structural issues to contend with:
1) the geography of Italy – making it very difficult to create and sustain a hub in Italy with global ambitions
2) relatively high unit labour costs
3) a relatively high fleet replacement requirement

The combination of these factors has led to a return on assets consistently well below the European average.

The new two–year plan

The management has set out to tackle all three handicaps.

1) The Milan Malpensa hub will no longer have pan–European pretensions. Long–haul flying will now be reconfigured between Rome and Milan and will reflect primarily the O+D (origin and destination) traffic potential, rather than hub–and–spoke feed – although there will still be a small incidental transfer business through Malpensa. Capacity will be reduced overall by 17% this year. Alitalia will look to serve the long–haul needs of Italian regional cities through the Skyteam alliance, using Paris Charles de Gaulle as the collection point.

http://www.ubswarburg.com/researchweb

In addition to the **UBS Warburg** web site our research products are available over third–party systems provided or serviced by: Bloomberg, First Call, I/B/E/S, IFIS, Multex, QUICK and Reuters

UBS Warburg is a business group of UBS AG

2) The two–year plan originally envisaged 2,500 redundancies and 800 early retirements. The redundancies would have been achieved by way of a "solidarity contract", a mechanism under Italian labour law whereby the workforce simulates redundancies by way of a time–limited pay cut, 50% subsidised by the government. 2,500 redundancies – an approximate 10% cut in the workforce – would therefore equate to a 5% effective reduction in average take–home pay. In the face of union opposition to this plan, though, the management appears to have compromised: although the early retirements will go ahead (indeed, 400 have already left), official press releases from Alitalia following an 11th hour union agreement last week appear to make no mention of redundancies.

3) Alitalia has a relatively elderly fleet, and a large collection of obsolete aircraft types. Although the MD80 series is still a very serviceable and reliable aircraft, it is no longer in production – and Alitalia is left with one of the largest fleets in the world outside the US (88). We have looked at quoted airline fleet ages around Europe to see what proportion of fleets (by replacement list prices) are coming up for their 20th birthday over the next five years, and Alitalia tops the list by a considerable margin.

Alitalia 20.9%
Air France 15.2%
Finnair 15.0%
KLM 14.6%
SAS 10.9%
Iberia 8.1%
Austrian 4.1%
Lufthansa 2.7%
British Airways 1.5%

The recapitalisation (if successful), coupled with the remaining funds from the Government from the last (1997) recapitalisation, and cash from divestments, will on our calculations meet the costs of the next two years' worth of replacement capex, currently budgeted for E1.9bn.

The value of the plan

At least three successive managements have wrestled with the problems of Alitalia over the past six years, but the current managers appear to have come much closer to the heart of the issues than all previous attempts. Funding, labour cost and the business model have all been tackled head on, in which tasks the management has no doubt been helped by the tragedies of last year. Other airlines have also been able to address some of their perennial handicaps against a similar background.

In the case of Alitalia, though, we still see some room for doubt as to the permanence of change.

1) The new business model, as we see it, is really the only logical response to the constraints and opportunities of the Italian market – but it rests heavily on the type of relationship Alitalia constructs with Air France. We do not know – because the airlines themselves have not yet decided – the terms of the joint venture structures under which AF will pay Alitalia for long haul feed from lucrative Italian regional cities. Theoretically, Alitalia will be paid for traffic without the need to fly its own metal long haul – so the deal should be highly positive for returns. Sensibly, the two partners have not rushed into the kind of Grand Design which ultimately proved the downfall of the Alitalia / KLM relationship. Alitalia shareholders at the moment, though, are still highly dependent on what terms AF negotiates: and AF has been notably slower than Alitalia to put the building blocks of the relationship in place.

2) Until this year, Iberia had a very similar labour problem to Alitalia's, with more stringent labour laws. Unlike Alitalia, though, Iberia was able, following the shock wave from 9/11 and the Swissair collapse, to break free from the labour problem in a permanent way, by ordering a 10% irreversible cut in the workforce. The Alitalia Plan, even in its original form, was conceived as a "solidarity contract", with resultant snap–back in 2004. Since then, there appears to have been further compromise.

3) Even the heavy level of spending on fleet replacement over the next two years (around 3x our estimate of maintenance capex over the period), the job will still not be over. The E1.9bn of spend over the next two years is part–and–parcel of the changes being made to the business model, and mirrors closely the British Airways "shrink to profitability" plan, 1998–2002. Looking at the manufacturers' order backlogs, in the long–haul fleet, elderly or obsolete B747 classics are being replaced with smaller and more efficient B777s and B767s: the total number of aircraft will fall from 26 to 22, while the average aircraft size will fall by 14.5% between now and end–2003E. For the short–haul fleet, A319s and 70 seater RJs look likely to replace an equivalent number of MD80 series aircraft, leading to a small reduction in aircraft size. Although the fleet should be more efficient both commercially and operationally by the end of 2003, the bulk of the MD80 replacement would still be ahead of Alitalia, in contrast to airlines such as British Airways, whose extremely young fleet age structure should allow it to sit back and generate cash for the next three to five years. We estimate the total MD80 replacement burden to be around $3bn at current prices, of which only 15% will have been achieved under the two–year plan.

On our current calculations, the recapitalisation will bring dilution to existing shareholders of 55% (assuming 5 for 4 rights issue at E0.37), or 71% (assuming full exercise of convertibles). We believe the shares are certainly not worth buying now, at a 138% premium to the proposed new subscription price. Whether they will be worth buying as the share price adjusts over the next few weeks to the prospect of a deeply–discounted rights issue, will depend on the permanence of the profitability enhancement post the two–year plan.

Prices of stocks mentioned as of *

Air France, AIRF.PA, Eur19.68 (05 Apr 2002*)
Austrian Airlines, AUAV.VI, Eur9.25 (05 Apr 2002*)
British Airways Plc, BAY.L, 235.00p (05 Apr 2002*)
Finnair, FIA1S.HE, Eur4.55 (05 Apr 2002*)
Iberia, IBLA.MC, Eur1.67 (05 Apr 2002*)
KLM Royal Dutch Airlines, KLM.AS, Eur17.09 (05 Apr 2002*)
Lufthansa, LHAG.F, Eur17.35 (05 Apr 2002*)
SAS Group, SAS.ST, SKr78.00 (05 Apr 2002*)

UBS Warburg

UBS Warburg LLC and/or one of its affiliates makes a market in the securities and/or ADRs of this company.: LHAG.F

This material has been prepared by a group, subsidiary or affiliate of UBS AG ("UBS"). UBS Warburg is a business group of UBS AG. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. This material is based on information obtained from sources believed to be reliable but no independent verification has been made, nor is its accuracy or completeness guaranteed. This report is published solely for informational purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments. Opinions expressed herein are subject to change without notice and UBS is under no obligation to update or keep the information current. The securities described herein may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. UBS and/or its directors, officers and employees or clients may take positions in, and may make purchases and/or sales as principal or agent or UBS may act as market–maker in the securities or related financial instruments discussed herein. UBS may provide corporate finance and other services to and/or serve as directors of the companies referred to in this report. UBS accepts no liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of this report. United Kingdom and rest of Europe: Except as otherwise specified herein, this material is communicated by UBS Warburg Ltd., a subsidiary of UBS AG, to persons who are market counter–parties or intermediate customers (as detailed in the FSA Rules) and is only available to such persons. The information contained herein does not apply to, and should not be relied upon by, private customers US: This report is being distributed to US persons by either UBS Warburg LLC or UBS PaineWebber Inc., subsidiaries of UBS AG, or by a group, subsidiary or affiliate of UBS AG, that is not registered as a US broker–dealer (a "non–US affiliate"), to major US institutional investors only. UBS Warburg LLC or UBS PaineWebber Inc. accepts responsibility for the content of a report prepared by another non–US affiliate when distributed to US persons by UBS Warburg LLC or UBS PaineWebber Inc. Canada: This report is being distributed by UBS Bunting Warburg Inc., a subsidiary of UBS AG and a member of the principal Canadian stock exchanges & CIPF. Singapore: This report is being distributed in Singapore by UBS Warburg Pte. Ltd. For investment advice or trade execution please contact your local sales representative.
Additional information will be made available upon request.

© UBS AG. All rights reserved. This report may not be reproduced or distributed in any manner without the permission of UBS.

Annexe III

Ameriquest Mortgage Securities Inc. :
« Asset-Backed Pass-Through Certificates Series 2004-R2 »

TERM SHEET

$390,380,000

(Approximate Offered Certificates)

Asset-Backed Pass-Through Certificates Series 2004-R2

March 8, 2004

Ameriquest Mortgage Securities Inc.

Ameriquest Mortgage Securities Inc.
(Depositor)

Ameriquest Mortgage Company and Town and Country Credit Corporation
(Originators)

Ameriquest Mortgage Company
(Master Servicer)

All terms and statements are subject to change.

Banc of America Securities

RBS Greenwich Capital

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

COMPUTATIONAL MATERIALS DISCLAIMER

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc. (the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

An investor or potential investor in the Certificates (and each employee, representative, or other agent of such person or entity) may disclose to any and all persons, without limitation, the tax treatment and tax structure of the transaction (as defined in United States Treasury Regulation Section 1.6011-4) and all related materials of any kind, including opinions or other tax analyses, that are provided to such person or entity. However, such person or entity may not disclose any other information relating to this transaction unless such information is related to such tax treatment and tax structure.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

TERM SHEET DATED March 8, 2004

Ameriquest Mortgage Securities Inc.
Asset-Backed Pass-Through Certificates, Series 2004-R2
$390,380,000

(Approximate Offered Certificates)

Subject to Revision

Class	Approximate Size ($)	Type[1,2]	WAL (yrs) *Call[3] / Mat[4]*	Principal Payment Window *Call[3] / Mat[4]*	Pmt Delay (days)	Interest Accrual Basis	Stated Final Maturity	Expected Ratings S&P / M / F	Initial Credit Enhancement (%)
Offered Certificates									
A-1B	44,980,000	FLT/SENIOR	2.92 / 3.18	1-96 / 1-217	0	Actual/360	April 2034	AAA/Aaa/AAA	13.50%
A-2[5]	58,930,000	FLT/SENIOR	1.00 / 1.00	1-24 / 1-24	0	Actual/360	April 2034	AAA/Aaa/AAA	13.50%
A-3[5]	33,060,000	FLT/SENIOR	3.00 / 3.00	24-53 / 24-53	0	Actual/360	April 2034	AAA/Aaa/AAA	13.50%
A-4[5]	29,110,000	FLT/SENIOR	6.71 / 7.82	53-96 / 53-218	0	Actual/360	April 2034	AAA/Aaa/AAA	13.50%
A-5[5]	121,100,000	FLT/SENIOR	2.92 / 3.19	1-96 / 1-218	0	Actual/360	April 2034	AAA/Aaa/AAA	13.50%
M-1	20,000,000	FLT/MEZZ	5.37 / 5.92	39-96 / 39-166	0	Actual/360	April 2034	AA+/Aa1/AA+	11.00%
M-2	18,000,000	FLT/MEZZ	5.36 / 5.88	38-96 / 38-157	0	Actual/360	April 2034	AA/Aa2/AA	8.75%
M-3	10,000,000	FLT/MEZZ	5.35 / 5.84	38-96 / 38-148	0	Actual/360	April 2034	AA-/Aa3/AA-	7.50%
M-4	12,000,000	FLT/MEZZ	5.35 / 5.79	38-96 / 38-142	0	Actual/360	April 2034	A+/A1/A+	6.00%
M-5	10,000,000	FLT/MEZZ	5.34 / 5.72	37-96 / 37-133	0	Actual/360	April 2034	A/A2/A	4.75%
M-6	9,200,000	FLT/MEZZ	5.34 / 5.62	37-96 / 37-123	0	Actual/360	April 2034	A-/A3/A-	3.60%
M-7	8,000,000	FLT/MEZZ	5.34 / 5.48	37-96 / 37-112	0	Actual/360	April 2034	BBB+/Baa1/BBB+	2.60%
M-8	8,000,000	FLT/MEZZ	5.20 / 5.20	37-96 / 37-98	0	Actual/360	April 2034	BBB/Baa2/BBB	1.60%
M-9	8,000,000	FLT/MEZZ	4.34 / 4.34	37-78 / 37-78	0	Actual/360	April 2034	BBB-/Baa3	0.60%
Non-Offered									
A-1A	404,820,000	FLT/SENIOR	Not Offered		0	Actual/360	April 2034	AAA/ Aaa/AAA	13.50%
CE	4,799,909	N/A	Not Offered		N/A	N/A		N/R	N/A
P	100	N/A	Not Offered		N/A	N/A		N/R	N/A
R	N/A	N/A	Not Offered		N/A	N/A		N/R	N/A

(1) The interest rate on each of the certificates is subject to the related Net WAC Rate Cap.
(2) The Certificates will accrue interest at a rate not greater than the related Maximum Cap Rate.
(3) To 10% Optional Termination at the pricing speed.
(4) To maturity at the pricing speed.
(5) The Class A-2, Class A-3, Class A-4 and Class A-5 Certificates will be sized based on investor demand and may be either combined or further divided.

Pricing Speed ("PPC")

Fixed-Rate Mortgage Loans	2% CPR growing to 20% CPR over 10 months
Adjustable-Rate Mortgage Loans	27% CPR

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Part I: Key Terms

Parties:

Depositor:	Ameriquest Mortgage Securities Inc.
Originators:	Ameriquest Mortgage Company and Town and Country Credit Corporation.
Master Servicer:	Ameriquest Mortgage Company.
Trustee:	Deutsche Bank National Trust Company.
Mortgage Insurance Provider:	Mortgage Guaranty Insurance Corporation ("MGIC").
Certificate Insurer:	None.
Lead Underwriters:	Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.
Co-Managers:	J.P. Morgan Securities Inc., Morgan Stanley & Co. Incorporated and Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated.

Collateral

Mortgage Loans: As of the Collateral Selection Date, 4,794 adjustable-rate and fixed-rate, first-lien, closed-end, subprime mortgage loans with LTVs at origination not in excess of 95% and an aggregate scheduled principal balance as of the Cut-off Date of approximately $800,000,009.05. References to percentages or balances herein are with respect to the Collateral Selection Date Mortgage Loans and are based on the aggregate scheduled principal balance of such mortgage loans on the Cut-off Date. For the purpose of calculating interest and principal on the Class A Certificates, the Mortgage Loans have been divided into 2 loan groups, designated as follows:

Group I Mortgage Loans: 3,222 adjustable-rate and fixed-rate Mortgage Loans as of the Collateral Selection Date with an aggregate scheduled principal balance as of the Cut-off Date of approximately $520,000,039.79 with principal balances at origination that conform to principal balance limits of Fannie Mae and Freddie Mac.

Group II Mortgage Loans: 1,572 adjustable-rate and fixed-rate Mortgage Loans as of the Collateral Selection Date with an aggregate scheduled principal balance as of the Cut-off Date of approximately $279,999,969.26 with principal balances at origination that may or may not conform to principal balance limits of Fannie Mae and Freddie Mac.

Up to 10% of the Mortgage Loans identified on the Collateral Selection Date will be deleted and other mortgage loans will be included in the pool of Mortgage Loans delivered on the Closing Date. Notwithstanding any such additions or deletions, the characteristics of the pool of Mortgage Loans delivered on the Closing Date (including Mortgage Loans covered by the PMI Policy) are not expected to differ materially from the characteristics of the Mortgage Loans identified on the Collateral Selection Date and described herein although the range of mortgage rates and maturities and certain other characteristics of the Mortgage Loans set forth in Section IV hereto will vary.

Primary Mortgage Insurance Policy: As of the Collateral Selection Date, approximately 52.08% of the Mortgage Loans will be covered by a mortgage insurance policy (the "PMI Policy") issued by the Mortgage Insurance Provider. For each of those Mortgage Loans, the Mortgage Insurance Provider provides insurance coverage, subject to certain caveats, down to 60% of the value of the related mortgaged property.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Dates:

Cut-off Date:	The close of business on April 1, 2004.
Collateral Selection Date:	February 8, 2004.
Distribution Dates:	The 25th day of each month or, if the 25th day is not a business day, the next business day, beginning in May, 2004.
Record Date:	Adjustable-Rate Certificates: the close of business on the business day immediately preceding the Distribution Date. Retained Certificates: the close of business on the last business day of the month preceding the month in which the Distribution Date occurs.
Expected Pricing Date:	On or about March 10, 2004.
Expected Closing Date:	On or about April 5, 2004.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Designations:

Certificates:	Ameriquest Mortgage Securities Inc. Asset-Backed Pass-Through Certificates, Series 2004-R2.
Adjustable-Rate Certificates:	Class A and Class M Certificates.
Fixed-Rate Certificates:	None.
Class A Certificates:	Class A-1A, Class A-1B, Class A-2, Class A-3, Class A-4 and Class A-5 Certificates.
Class M Certificates:	Class M-1, Class M-2, Class M-3, Class M-4, Class M-5, Class M-6, Class M-7, Class M-8 and Class M-9 Certificates.
Offered Certificates:	Class A Certificates (other than the Class A-1A Certificates) and Class M Certificates.
Non-Offered Certificates:	Class A-1A Certificates.
Retained Certificates:	Class CE, Class P and Class R Certificates.
Group I Certificates:	Class A-1A and Class A-1B Certificates, which evidence interests in the Group I Mortgage Loans.
Group II Certificates:	Class A-2, Class A-3, Class A-4 and Class A-5 Certificates, which evidence interests in the Group II Mortgage Loans.
Sequential Pay Certificates:	Class A-2, Class A-3 and Class A-4 Certificates.

Other Terms:

Source for Calculation of One-Month LIBOR:	Telerate page 3750.
ERISA:	Subject to the considerations in the prospectus supplement, the Offered Certificates are expected to be ERISA eligible as of the Closing Date. However, investors should consult with their counsel with respect to the consequences under ERISA and the Internal Revenue Code of an ERISA Plan's acquisition and ownership of such Certificates.
SMMEA Eligibility:	Class A, Class M-1, Class M-2 and Class M-3 Certificates.
Federal Taxation:	The Trust will be established as one or more REMICs for federal income tax purposes.
Form of Registration:	Book-entry form through DTC, Clearstream and Euroclear.
Minimum Denominations:	$25,000 and integral multiples of $1 in excess thereof.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Part II: Definitions/Description of the Certificates

Determination Date:	The 10th day of the month or, if such day is not a business day, the business day immediately preceding such 10th day.
Due Period:	For each Distribution Date, the period from the second day of the immediately preceding month to the first day of the month in which such Distribution Date occurs.
Prepayment Period:	For the first Distribution Date, the Cut-off Date to and including the initial Determination Date, and for all other Distribution Dates, the day after the prior Determination Date to the Determination Date in the month in which such Distribution Date occurs.
Interest Accrual Basis:	For any Distribution Date will be: For the Adjustable-Rate Certificates: Actual/360. The Adjustable-Rate Certificates will settle flat and will have no payment delay.
Administrative Fee Rate:	The sum of (a) the Servicing Fee Rate (0.50% per annum), (b) the Trustee Fee Rate (0.003% per annum) and (c) the PMI Insurer Premium Fee Rate, if applicable.
Expense Adjusted Net Mortgage Rate:	The mortgage rate of each Mortgage Loan minus the Administrative Fee Rate.
Expense Adjusted Net Maximum Mortgage Rate:	The per annum rate equal to the applicable maximum mortgage rate (or the mortgage rate for such Mortgage Loan in the case of the fixed-rate Mortgage Loans) of each Mortgage Loan minus the Administrative Fee Rate.
Optional Termination:	The Master Servicer and the NIMs Insurer, if any, in that order, may purchase all of the Mortgage Loans and REO properties and retire the Certificates on or after the Optional Termination Date.
Optional Termination Date:	The first Distribution Date on which the aggregate principal balance of the Mortgage Loans is less than 10% of the aggregate principal balance of the Mortgage Loans as of the Cut-off Date.
Credit Enhancement:	Excess Interest. Overcollateralization ("OC"). Subordination. Primary Mortgage Insurance Policy.
Initial Overcollateralization Target Percentage:	Approximately 0.60%.
Overcollateralization Floor:	The aggregate principal balance of the Mortgage Loans as of the Cut-off Date multiplied by 0.50%.
Overcollateralization Target Amount:	For any Distribution Date, (i) prior to the Stepdown Date, an amount equal to the Initial Overcollateralization Target Percentage of the aggregate principal balance of the Mortgage Loans as of the Cut-off Date, (ii) on or after the Stepdown Date, provided a Trigger Event is not in effect, the greater of (x) 2x the Initial Overcollateralization Target Percentage of the then current aggregate outstanding principal balance of the Mortgage Loans as of the last day of the related Due Period after giving effect to scheduled payments of principal due during the related Due Period, to the extent received or advanced, and unscheduled collections of principal received during the related Prepayment Period and (y) the Overcollateralization Floor or (iii) on or after the Stepdown Date and if a Trigger Event is in effect, the Overcollateralization Target Amount for the immediately preceding Distribution Date.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Stepdown Date: The earlier of (i) the first Distribution Date on which the aggregate Certificate Principal Balance of the Class A Certificates has been reduced to zero and (ii) the later of (A) the 37th Distribution Date and (B) the date that the Credit Enhancement Percentage for the Class A Certificates is greater than or equal to 2x the Class A Initial Credit Enhancement Percentage.

Credit Enhancement Percentage: The percentage obtained by dividing (x) the aggregate Certificate Principal Balance of each class of Certificates with a lower distribution priority by (y) the aggregate principal balance of the Mortgage Loans.

Class	Initial CE%	Target CE% On/After Stepdown Date
A	13.50%	2x Initial CE%
M-1	11.00%	2x Initial CE%
M-2	8.75%	2x Initial CE%
M-3	7.50%	2x Initial CE%
M-4	6.00%	2x Initial CE%
M-5	4.75%	2x Initial CE%
M-6	3.60%	2x Initial CE%
M-7	2.60%	2x Initial CE%
M-8	1.60%	2x Initial CE%
M-9	0.60%	2x Initial CE%

Overcollateralization Reduction Amount: For any Distribution Date, the lesser of (A) the principal remittance amount on such Distribution Date and (B) the excess, if any, of (i) the Overcollateralized Amount for such Distribution Date (calculated for this purpose only after assuming that 100% of the principal remittance amount on such Distribution Date has been distributed) over (ii) the Overcollateralization Target Amount for such Distribution Date.

Overcollateralized Amount: For any Distribution Date will be the excess, if any, of (a) the sum of the aggregate principal balance of the Mortgage Loans as of the last day of the related Due Period (after giving effect to scheduled payments received or advanced on or before the related Determination Date and principal prepayments received during the related Prepayment Period over (b) the sum of the aggregate Certificate Principal Balances of the Offered Certificates, the Non-Offered Certificates and the Class P Certificates, after giving effect to distributions to be made on such Distribution Date.

Net Monthly Excess Cashflow: For any Distribution Date, the sum of (x) any Overcollateralization Reduction Amount and (y) the excess of the Available Funds over the sum of (i) the monthly interest accrued and any unpaid interest on the Class A Certificates and the monthly interest accrued on the Class M Certificates and (ii) the principal remittance amount.

Allocation of Losses: Any Realized Losses on the Mortgage Loans on any Distribution Date will first be absorbed by the Class CE Certificates. If on any Distribution Date as a result of Realized Losses on the Mortgage Loans, the aggregate certificate principal balance of the Class A and Class M Certificates exceeds the aggregate principal balance of the Mortgage Loans as of the last day of the related Due Period such excess (the "Realized Loss Amount") will be allocated in the following order: the Class M-9, Class M-8, Class M-7, Class M-6, Class M-5, Class M-4, Class M-3, Class M-2, Class M-1 and then, with respect to Realized Losses on the Group I Mortgage Loans, to the Class A-1B Certificates. There will be no allocation of Realized Losses on the Mortgage Loans to the Class A Certificates (other than the Class A-1B Certificates) and the Class P Certificates. Investors in the Class A Certificates (other than the Class A-1B Certificates) or the Class P Certificates should note, however, that although Realized Loss Amounts cannot be allocated to such Certificates, under certain loss scenarios there may not be enough principal and interest on the Mortgage Loans to distribute to the holders of such Certificates all principal and interest amounts to which they are then entitled. Once Realized Loss Amounts are allocated to the Class M and the Class A-1B Certificates, such amounts with respect to such Certificates will no longer accrue interest. However, the amount of any Realized Losses allocated to the Class M and the Class A-1B Certificates may be distributed to the holders of those certificates from Net Monthly Excess Cashflow, sequentially, as described in the Pooling and Servicing Agreement.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Net WAC Rate Cap:

Class A Certificates: The per annum rate equal to the weighted average of the Expense Adjusted Net Mortgage Rates of the Mortgage Loans in the related loan group, and adjusted based on the actual number of days elapsed in the related Interest Accrual Period.

Class M Certificates: The per annum rate equal to the weighted average (weighted in proportion to the results of subtracting from the aggregate principal balance of each loan group the current principal balance of the related Class A Certificates), of (i) the weighted average of the Expense Adjusted Net Mortgage Rates of the Group I Mortgage Loans and (ii) the weighted average of the Expense Adjusted Net Mortgage Rate of the Group II Mortgage, in each case, weighted on the basis of the aggregate principal balance of the Mortgage Loans in each loan group less the aggregate principal balance of the related Class A Certificates and adjusted based on the actual number of days elapsed in the related Interest Accrual Period.

Pass-Through Rate: For any Distribution Date, the lesser of (x) the related Formula Rate and (y) the related Net WAC Rate Cap for such Distribution Date.

Formula Rate: For any Distribution Date and any class of Adjustable-Rate Certificates, the lesser of (i) LIBOR plus the applicable certificate margin and (ii) the related Maximum Cap Rate.

Maximum Cap Rate: The Maximum Cap Rate for any Distribution Date and each class of Adjustable-Rate Certificates is calculated in the same manner as the related Net WAC Rate Cap, but based on the Expense Adjusted Net Maximum Mortgage Rates of the applicable Mortgage Loans rather than the Expense Adjusted Net Mortgage Rates of the applicable Mortgage Loans, plus the excess, if any, of the then applicable maximum rate set forth in the related Interest Rate Corridor over the then applicable strike rate set forth in such Interest Rate Corridor (such excess to be adjusted for the mismatch, if any, between the applicable notional balance and the principal balance of the related Certificates for such Distribution Date).

Coupon Step-up: After the Optional Termination Date, if the Master Servicer (or NIMs Insurer, if any) fails to exercise its right to terminate the Trust, the certificate margins or fixed rate, as applicable, on any then outstanding Certificates will increase according to the following:

Class	After Optional Termination
Class A Certificates	2 x Applicable Margin
Class M Certificates	1.5 x Applicable Margin

Net WAC Rate Carryover Amount: For any Distribution Date, (i) the excess of (a) the amount of interest such class would have accrued for such Distribution Date had the applicable Pass-Through Rate not been subject to the Net WAC Rate Cap, over (b) the amount of interest such class of Certificates accrued for such Distribution Date based on the Net WAC Rate Cap, together with the unpaid portion of any such amounts from the prior Distribution Date and (ii) accrued interest thereon at the then applicable Pass-Through Rate, without giving effect to the Net WAC Rate Cap. The Net WAC Rate Carryover Amount will be paid from Net Monthly Excess Cashflow and amounts, if any, from the Cap Corridors, on a subordinated basis on the same Distribution Date or in any subsequent period. The ratings on each class of Certificates do not address the likelihood of the payment of any Net WAC Rate Carryover Amount.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Offered Certificates Interest Rate Corridors:

The following Certificates will have the benefit of an interest rate corridor as specified below:

Class	Number of Months	Beginning Distribution Date
A-1B	25	June 2004
Group II Certificates	25	June 2004
M	37	June 2004

Proceeds from the Interest Rate Corridors will be allocated to the related Certificates as described in the Pooling and Servicing Agreement.

Interest Carry Forward Amount:

For each class of Offered Certificates, on any Distribution Date, the sum of (i) the excess of (a) the accrued certificate interest for such class with respect to the prior Distribution Date (excluding any Net WAC Rate Carryover Amount with respect to such class), plus any unpaid Interest Carry Forward Amount from the prior Distribution Date, over (b) the amount actually distributed to such class with respect to interest on such prior Distribution Date and (ii) interest on such excess at the Pass-Through Rate for such class.

Available Funds:

For any Distribution Date, the sum, net of amounts reimbursable therefrom to the Master Servicer or the Trustee, of (i) the aggregate amount of scheduled monthly payments on the Mortgage Loans due during the related Due Period and received on or prior to the related Determination Date; (ii) unscheduled payments in respect of the Mortgage Loans (including prepayments, insurance proceeds, liquidation proceeds, subsequent recoveries and proceeds from repurchases of and substitutions for the Mortgage Loans occurring during the related Prepayment Period or proceeds from the repurchase of the Mortgage Loans due to the Optional Termination of the Trust); (iii) all Master Servicer Advances with respect to the Mortgage Loans received for such Distribution Date and (iv) all compensating interest paid by the Master Servicer in respect of prepayment interest shortfalls for the related period.

Class A Principal Distribution Amount:

Prior to the Stepdown Date, or if a Trigger Event is in effect, each of the Class A Certificates will receive the principal collected on the related Mortgage Loans plus any Net Monthly Excess Cashflow required to maintain the Overcollateralization Target Amount until the aggregate Certificate Principal Balance of the Class A Certificates has been reduced to zero. On or after the Stepdown Date, if no Trigger Event is in effect, principal paid on the Class A Certificates will be an amount such that each of the Class A Certificates will maintain 2x the Class A Initial Credit Enhancement Percentage as set forth in the Credit Enhancement Percentage table on the table included herein.

Principal distributions on the Group I Certificates will be paid *pro rata*. Principal distributions on the Group II Certificates will be paid to the Sequential Pay Certificates and the Class A-5 Certificates *pro rata*. Principal distributions among the Sequential Pay Certificates will be made sequentially, beginning with the Class A-2 Certificates.

Notwithstanding the foregoing, if the Certificate Principal Balance of any class of Class A Certificates is reduced to zero, then the amount of principal distributions from the related loan group on subsequent Distribution Dates will be distributed to the Class A Certificates remaining outstanding, to the extent necessary to provide all required principal distributions to such Certificates.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Class M Principal Distribution Amount: The Class M Certificates will not receive any principal payments prior to the Stepdown Date. On or after the Stepdown Date (if no Trigger Event is in effect), principal will be paid on the Class M Certificates in the following order: to the Class M-1 Certificates until it reaches 2x the Class M-1 Initial Credit Enhancement Percentage, then to the Class M-2 Certificates until it reaches 2x the Class M-2 Initial Credit Enhancement Percentage, then to the Class M-3 Certificates until it reaches 2x the Class M-3 Initial Credit Enhancement Percentage, then to the Class M-4 Certificates until it reaches 2x the Class M-4 Initial Credit Enhancement Percentage, then to the Class M-5 Certificates until it reaches 2x the Class M-5 Initial Credit Enhancement Percentage, then to the Class M-6 Certificates until it reaches 2x the Class M-6 Initial Credit Enhancement Percentage, then to the Class M-7 Certificates until it reaches 2x the Class M-7 Initial Credit Enhancement Percentage, then to the Class M-8 Certificates until it reaches 2x the Class M-8 Initial Credit Enhancement Percentage and then to the Class M-9 Certificates until it reaches 2x the Class M-9 Initial Credit Enhancement Percentage; in each case, as set forth in the Credit Enhancement Percentage table included herein.

If a Trigger Event is in effect, principal payments will be paid sequentially first to the Class A Certificates and then to the Class M Certificates in their order of seniority until the Certificate Principal Balance of each such class is reduced to zero.

Trigger Event: If either the Delinquency Trigger Event or Cumulative Loss Test is violated.

Delinquency Trigger Event: The percentage obtained by dividing (x) the aggregate Stated Principal Balance of (i) Mortgage Loans Delinquent 60 days or more, (ii) REO Properties and (iii) Mortgage Loans in foreclosure and in bankruptcy by (y) the aggregate Stated Principal Balance of the Mortgage Loans, in each case, calculated prior to taking into account payments of principal on the Mortgage Loans due on the related Due Date or received during the related Prepayment Period, exceeds a percentage of the most senior class of certificate's then outstanding Credit Enhancement Percentage as specified in the Pooling and Servicing Agreement.

Cumulative Loss Test: The aggregate amount of Realized Losses incurred since the Cut-off Date through the last day of the related Due Period divided by the aggregate principal balance of the Mortgage Loans as of the Cut-off Date exceeds the approximate applicable percentages set forth below with respect to such Distribution Date:

Distribution Date Occurring In	Percentage
May 2007 through April 2008	1.75%
May 2008 through April 2009	3.00%
May 2009 through April 2010	4.00%
May 2010 and thereafter	4.50%

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Payment Priority:

On each Distribution Date, Available Funds from the Mortgage Loans will be distributed as follows:

To pay interest on the Class A Certificates *pro rata*, including any accrued unpaid interest from a prior Distribution Date and then to pay interest excluding any accrued unpaid interest from prior Distribution Dates to the Class M Certificates, sequentially.

To pay principal on the Class A Certificates and the Class M Certificates, in accordance with the principal payment provisions described above.

From Net Monthly Excess Cashflow, if any, to the Certificates then entitled to receive distributions in respect of principal an additional payment of principal in order to reduce the Certificate Principal Balance of the Certificates to the extent necessary to maintain the required Overcollateralization Target Amount.

From Net Monthly Excess Cashflow, if any, to pay Interest Carry Forward Amounts to Class M Certificates, sequentially (beginning with the Class M-1 Certificates).

From Net Monthly Excess Cashflow, if any, to pay any Realized Loss Amounts allocated to the Class A-1B Certificates.

From Net Monthly Excess Cashflow, if any, to pay any Realized Loss Amounts allocated to the Class M Certificates, sequentially (beginning with the Class M-1 Certificates).

From Net Monthly Excess Cashflow, if any, to pay the Net WAC Rate Carryover Amount on the Class A and Class M Certificates in the same order of priority as described above, after taking into account any amounts received under the interest rate corridors (See attached Schedules).

To pay any remaining amount to the Class CE and Class R Certificates in accordance with the Pooling and Servicing Agreement.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Part III: Relevant Bond Analytics

Interest Rate Corridor Schedule For Class A-1B Certificates

Period	Class A-1B Notional Schedule ($)	Cap Strike%	Cap Ceiling%
1	44,980,000	-	-
2	43,945,810	5.99	7.17
3	42,903,647	6.19	7.17
4	41,853,076	5.98	7.17
5	40,793,839	5.97	7.17
6	39,725,860	6.18	7.17
7	38,649,246	5.96	7.17
8	37,564,287	6.17	7.17
9	36,493,823	5.96	7.17
10	35,449,092	5.96	7.17
11	34,429,664	6.63	7.17
12	33,434,918	5.95	7.17
13	32,464,250	6.16	7.17
14	31,517,070	5.95	7.17
15	30,592,802	6.15	7.17
16	29,690,888	5.94	7.17
17	28,810,778	5.94	7.17
18	27,951,941	6.15	7.17
19	27,113,857	5.94	7.17
20	26,296,017	6.14	7.17
21	25,497,928	5.93	7.17
22	24,719,106	6.21	7.17
23	23,960,191	7.17	7.17
24	23,223,133	7.09	7.17
25	22,503,740	7.17	7.17
26	21,801,582	7.08	7.17

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Interest Rate Corridor Schedule For the Group II Certificates

Period	Class A-2 Notional Schedule ($)	Cap Strike%	Cap Ceiling%
1	242,200,000	-	-
2	236,636,156	6.05	7.27
3	231,029,401	6.26	7.27
4	225,377,350	6.04	7.27
5	219,678,579	6.03	7.26
6	213,932,645	6.23	7.26
7	208,140,088	6.02	7.26
8	202,304,059	6.23	7.26
9	196,542,972	6.02	7.26
10	190,921,322	6.01	7.26
11	185,435,799	6.67	7.25
12	180,083,068	6.00	7.25
13	174,859,875	6.20	7.25
14	169,763,048	5.99	7.25
15	164,789,493	6.19	7.24
16	159,936,193	5.98	7.24
17	155,200,206	5.98	7.24
18	150,578,663	6.18	7.24
19	146,068,763	5.97	7.24
20	141,667,779	6.17	7.23
21	137,373,049	5.96	7.23
22	133,181,976	6.32	7.23
23	129,099,418	7.22	7.22
24	125,133,298	7.10	7.22
25	121,262,190	7.22	7.22
26	117,483,791	7.09	7.22

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Interest Rate Corridor Schedule For Class M Certificates

Period	Class M Notional Schedule ($)	Cap Strike%	Cap Ceiling%
1	103,200,000		
2	103,200,000	5.24	7.43
3	103,200,000	5.44	7.43
4	103,200,000	5.22	7.43
5	103,200,000	5.22	7.43
6	103,200,000	5.43	7.43
7	103,200,000	5.21	7.43
8	103,200,000	5.42	7.43
9	103,200,000	5.21	7.43
10	103,200,000	5.21	7.43
11	103,200,000	5.88	7.43
12	103,200,000	5.20	7.43
13	103,200,000	5.41	7.43
14	103,200,000	5.20	7.43
15	103,200,000	5.40	7.43
16	103,200,000	5.19	7.43
17	103,200,000	5.19	7.43
18	103,200,000	5.39	7.43
19	103,200,000	5.18	7.43
20	103,200,000	5.39	7.43
21	103,200,000	5.18	7.43
22	103,200,000	5.49	7.43
23	103,200,000	7.13	7.43
24	103,200,000	6.33	7.43
25	103,200,000	6.58	7.43
26	103,200,000	6.32	7.43
27	103,200,000	6.56	7.43
28	103,200,000	6.47	7.43
29	103,200,000	6.88	7.43
30	103,200,000	7.14	7.43
31	103,200,000	6.87	7.43
32	103,200,000	7.12	7.43
33	103,200,000	6.85	7.43
34	103,200,000	7.00	7.43
35	103,200,000	7.43	7.43
36	103,200,000	7.39	7.43
37	103,200,000	7.43	7.43
38	95,954,704	7.38	4.43

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Sensitivity Analysis - To Optional Termination Date

	FIXED / ARM	0% PPC 0.00% CPR	50% PPC 13.50% CPR	75% PPC 20.25% CPR	100% PPC 27.00% CPR	125% PPC 33.75% CPR	150% PPC 40.50% CPR
A-1B	Average Life (yrs)	18.45	5.64	3.90	**2.92**	2.27	1.81
	First Principal Period	5/25/2004	5/25/2004	5/25/2004	**5/25/2004**	5/25/2004	5/25/2004
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	342	183	129	**96**	76	62
A-2	Average Life (yrs)	11.78	1.90	1.31	**1.00**	0.81	0.68
	First Principal Period	5/25/2004	5/25/2004	5/25/2004	**5/25/2004**	5/25/2004	5/25/2004
	Last Principal Period	9/25/2023	3/25/2008	12/25/2006	**4/25/2006**	11/25/2005	7/25/2005
	Prin Pmt Window (mos)	233	47	32	**24**	19	15
A-3	Average Life (yrs)	22.61	5.98	4.06	**3.00**	2.25	1.84
	First Principal Period	9/25/2023	3/25/2008	12/25/2006	**4/25/2006**	11/25/2005	7/25/2005
	Last Principal Period	12/25/2029	1/25/2013	3/25/2010	**9/25/2008**	4/25/2007	9/25/2006
	Prin Pmt Window (mos)	76	59	40	**30**	18	15
A-4	Average Life (yrs)	27.68	12.88	8.98	**6.71**	5.27	4.05
	First Principal Period	12/25/2029	1/25/2013	3/25/2010	**9/25/2008**	4/25/2007	9/25/2006
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	35	79	59	**44**	41	34
A-5	Average Life (yrs)	18.56	5.65	3.91	**2.92**	2.28	1.81
	First Principal Period	5/25/2004	5/25/2004	5/25/2004	**5/25/2004**	5/25/2004	5/25/2004
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	342	183	129	**96**	76	62
M-1	Average Life (yrs)	25.93	10.22	7.08	**5.37**	4.56	4.26
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**7/25/2007**	9/25/2007	1/25/2008
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**58**	36	18
M-2	Average Life (yrs)	25.93	10.22	7.08	**5.36**	4.50	4.12
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**6/25/2007**	8/25/2007	10/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**59**	37	21
M-3	Average Life (yrs)	25.93	10.22	7.08	**5.35**	4.48	4.04
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**6/25/2007**	7/25/2007	9/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**59**	38	22
M-4	Average Life (yrs)	25.93	10.22	7.08	**5.35**	4.44	3.98
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**6/25/2007**	7/25/2007	8/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**59**	38	23
M-5	Average Life (yrs)	25.93	10.22	7.08	**5.34**	4.43	3.94
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	6/25/2007	7/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**60**	39	24
M-6	Average Life (yrs)	25.93	10.22	7.08	**5.34**	4.41	3.90
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	6/25/2007	7/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**60**	39	24
M-7	Average Life (yrs)	25.93	10.22	7.08	**5.34**	4.40	3.86
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	5/25/2007	6/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**60**	40	25
M-8	Average Life (yrs)	25.86	9.97	6.88	**5.20**	4.26	3.75
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	5/25/2007	5/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2032	7/25/2019	1/25/2015	**4/25/2012**	8/25/2010	6/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	88	125	90	**60**	40	26
M-9	Average Life (yrs)	25.05	8.40	5.75	**4.34**	3.62	3.29
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	5/25/2007	5/25/2007
	Last Principal Period	12/25/2031	11/25/2016	12/25/2012	**10/25/2010**	5/25/2009	6/25/2008
	Prin Pmt Window (mos)	78	93	65	**42**	25	14

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Sensitivity Analysis - To Maturity

	FIXED / ARM	0% PPC 0.00% CPR	50% PPC 13.50% CPR	75% PPC 20.25% CPR	100% PPC 27.00% CPR	125% PPC 33.75% CPR	150% PPC 40.50% CPR
A-1B	Average Life (yrs)	18.51	6.03	4.23	**3.18**	2.49	1.98
	First Principal Period	5/25/2004	5/25/2004	5/25/2004	**5/25/2004**	5/25/2004	5/25/2004
	Last Principal Period	1/25/2034	10/25/2031	2/25/2027	**5/25/2022**	11/25/2018	4/25/2016
	Prin Pmt Window (mos)	357	330	274	**217**	175	144
A-2	Average Life (yrs)	11.78	1.90	1.31	**1.00**	0.81	0.68
	First Principal Period	5/25/2004	5/25/2004	5/25/2004	**5/25/2004**	5/25/2004	5/25/2004
	Last Principal Period	9/25/2023	3/25/2008	12/25/2006	**4/25/2006**	11/25/2005	7/25/2005
	Prin Pmt Window (mos)	233	47	32	**24**	19	15
A-3	Average Life (yrs)	22.61	5.98	4.06	**3.00**	2.25	1.84
	First Principal Period	9/25/2023	3/25/2008	12/25/2006	**4/25/2006**	11/25/2005	7/25/2005
	Last Principal Period	12/25/2029	1/25/2013	3/25/2010	**9/25/2008**	4/25/2007	9/25/2006
	Prin Pmt Window (mos)	76	59	40	**30**	18	15
A-4	Average Life (yrs)	27.93	14.53	10.35	**7.82**	6.16	4.77
	First Principal Period	12/25/2029	1/25/2013	3/25/2010	**9/25/2008**	4/25/2007	9/25/2006
	Last Principal Period	1/25/2034	11/25/2031	3/25/2027	**6/25/2022**	12/25/2018	5/25/2016
	Prin Pmt Window (mos)	50	227	205	**166**	141	117
A-5	Average Life (yrs)	18.62	6.05	4.24	**3.19**	2.49	1.98
	First Principal Period	5/25/2004	5/25/2004	5/25/2004	**5/25/2004**	5/25/2004	5/25/2004
	Last Principal Period	1/25/2034	11/25/2031	3/25/2027	**6/25/2022**	12/25/2018	5/25/2016
	Prin Pmt Window (mos)	357	331	275	**218**	176	145
M-1	Average Life (yrs)	26.06	11.07	7.77	**5.92**	5.00	4.62
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**7/25/2007**	9/25/2007	1/25/2008
	Last Principal Period	11/25/2033	2/25/2028	4/25/2022	**2/25/2018**	4/25/2015	4/25/2013
	Prin Pmt Window (mos)	101	228	177	**128**	92	64
M-2	Average Life (yrs)	26.06	11.03	7.72	**5.88**	4.91	4.45
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**6/25/2007**	8/25/2007	10/25/2007
	Last Principal Period	11/25/2033	3/25/2027	5/25/2021	**5/25/2017**	9/25/2014	10/25/2012
	Prin Pmt Window (mos)	101	217	166	**120**	86	61
M-3	Average Life (yrs)	26.06	10.98	7.68	**5.84**	4.86	4.34
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**6/25/2007**	7/25/2007	9/25/2007
	Last Principal Period	10/25/2033	3/25/2026	6/25/2020	**8/25/2016**	1/25/2014	4/25/2012
	Prin Pmt Window (mos)	100	205	155	**111**	79	56
M-4	Average Life (yrs)	26.05	10.92	7.62	**5.79**	4.79	4.26
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**6/25/2007**	7/25/2007	8/25/2007
	Last Principal Period	9/25/2033	6/25/2025	10/25/2019	**2/25/2016**	8/25/2013	12/25/2011
	Prin Pmt Window (mos)	99	196	147	**105**	74	53
M-5	Average Life (yrs)	26.04	10.82	7.54	**5.72**	4.72	4.17
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	6/25/2007	7/25/2007
	Last Principal Period	8/25/2033	5/25/2024	10/25/2018	**5/25/2015**	1/25/2013	5/25/2011
	Prin Pmt Window (mos)	98	183	135	**97**	68	47
M-6	Average Life (yrs)	26.02	10.68	7.43	**5.62**	4.63	4.08
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	6/25/2007	7/25/2007
	Last Principal Period	6/25/2033	2/25/2023	10/25/2017	**7/25/2014**	5/25/2012	11/25/2010
	Prin Pmt Window (mos)	96	168	123	**87**	60	41
M-7	Average Life (yrs)	25.98	10.44	7.24	**5.48**	4.51	3.94
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	5/25/2007	6/25/2007
	Last Principal Period	3/25/2033	8/25/2021	8/25/2016	**8/25/2013**	8/25/2011	3/25/2010
	Prin Pmt Window (mos)	93	150	109	**76**	52	34
M-8	Average Life (yrs)	25.86	9.97	6.88	**5.20**	4.26	3.75
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	5/25/2007	5/25/2007
	Last Principal Period	11/25/2032	10/25/2019	3/25/2015	**6/25/2012**	9/25/2010	7/25/2009
	Prin Pmt Window (mos)	89	128	92	**62**	41	27
M-9	Average Life (yrs)	25.05	8.40	5.75	**4.34**	3.62	3.29
	First Principal Period	7/25/2025	3/25/2009	8/25/2007	**5/25/2007**	5/25/2007	5/25/2007
	Last Principal Period	12/25/2031	11/25/2016	12/25/2012	**10/25/2010**	5/25/2009	6/25/2008
	Prin Pmt Window (mos)	78	93	65	**42**	25	14

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Net WAC Cap and Effective Maximum Rate for the Class A-1B Certificates

Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)	Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)	Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)
1	n/a	n/a	33	6.23	7.93	65	6.15	9.27
2	6.32	7.50	34	6.23	8.07	66	6.36	9.57
3	6.52	7.50	35	6.89	9.39	67	6.15	9.25
4	6.31	7.50	36	6.22	8.48	68	6.35	9.55
5	6.30	7.50	37	6.43	8.75	69	6.14	9.23
6	6.51	7.50	38	6.22	8.46	70	6.14	9.22
7	6.29	7.50	39	6.42	8.73	71	6.80	10.19
8	6.50	7.50	40	6.21	8.58	72	6.14	9.19
9	6.29	7.50	41	6.21	8.99	73	6.34	9.49
10	6.29	7.50	42	6.42	9.28	74	6.13	9.17
11	6.96	7.50	43	6.21	8.97	75	6.33	9.47
12	6.28	7.50	44	6.41	9.26	76	6.13	9.15
13	6.49	7.50	45	6.20	8.95	77	6.12	9.14
14	6.28	7.50	46	6.20	9.07	78	6.32	9.43
15	6.48	7.50	47	6.62	10.13	79	6.12	9.12
16	6.27	7.50	48	6.19	9.46	80	6.32	9.41
17	6.27	7.50	49	6.40	9.77	81	6.11	9.09
18	6.48	7.50	50	6.19	9.44	82	6.11	9.08
19	6.27	7.50	51	6.39	9.74	83	6.76	10.04
20	6.47	7.50	52	6.18	9.42	84	6.11	9.06
21	6.26	7.50	53	6.18	9.41	85	6.31	9.35
22	6.26	7.50	54	6.39	9.71	86	6.10	9.04
23	6.93	8.22	55	6.18	9.38	87	6.30	9.33
24	6.25	7.50	56	6.38	9.69	88	6.10	9.02
25	6.46	7.66	57	6.17	9.36	89	6.09	9.01
26	6.25	7.50	58	6.17	9.35	90	6.29	9.30
27	6.45	7.65	59	6.83	10.34	91	6.09	8.98
28	6.24	7.53	60	6.17	9.33	92	6.29	9.27
29	6.24	7.96	61	6.37	9.63	93	6.08	8.96
30	6.45	8.22	62	6.16	9.31	94	6.08	8.95
31	6.24	7.95	63	6.36	9.60	95	6.50	9.56
32	6.44	8.21	64	6.16	9.28	96	6.08	8.93

(1) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR stay at 1.10% and 1.19% respectively and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(2) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR increase instantaneously to 20.00% and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(3) Assumes proceeds from the related Interest Rate Cap Agreement are included.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Net WAC Cap and Effective Maximum Rate for Group II Certificates

Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)	Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)	Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)
1	n/a	n/a	33	6.20	7.90	65	6.12	9.23
2	6.28	7.50	34	6.20	8.07	66	6.32	9.53
3	6.49	7.50	35	6.86	9.35	67	6.12	9.21
4	6.27	7.50	36	6.19	8.44	68	6.32	9.50
5	6.27	7.50	37	6.40	8.71	69	6.11	9.19
6	6.47	7.50	38	6.19	8.42	70	6.11	9.18
7	6.26	7.50	39	6.39	8.70	71	6.76	10.15
8	6.47	7.50	40	6.18	8.58	72	6.10	9.15
9	6.26	7.50	41	6.18	8.95	73	6.30	9.45
10	6.25	7.50	42	6.38	9.24	74	6.10	9.13
11	6.92	7.50	43	6.17	8.93	75	6.30	9.42
12	6.25	7.50	44	6.38	9.22	76	6.09	9.11
13	6.45	7.50	45	6.17	8.91	77	6.09	9.10
14	6.24	7.50	46	6.17	9.07	78	6.29	9.39
15	6.45	7.50	47	6.59	10.09	79	6.09	9.07
16	6.24	7.50	48	6.16	9.43	80	6.29	9.36
17	6.24	7.50	49	6.37	9.73	81	6.08	9.05
18	6.44	7.50	50	6.16	9.40	82	6.08	9.04
19	6.23	7.50	51	6.36	9.70	83	6.73	10.00
20	6.44	7.50	52	6.15	9.38	84	6.07	9.02
21	6.23	7.50	53	6.15	9.37	85	6.27	9.31
22	6.23	7.50	54	6.35	9.67	86	6.07	9.00
23	6.89	8.18	55	6.15	9.35	87	6.27	9.28
24	6.22	7.50	56	6.35	9.65	88	6.06	8.97
25	6.43	7.62	57	6.14	9.32	89	6.06	8.96
26	6.22	7.50	58	6.14	9.31	90	6.26	9.25
27	6.42	7.61	59	6.79	10.30	91	6.06	8.94
28	6.21	7.54	60	6.13	9.29	92	6.26	9.23
29	6.21	7.93	61	6.34	9.59	93	6.05	8.92
30	6.41	8.19	62	6.13	9.27	94	6.05	8.91
31	6.20	7.91	63	6.33	9.56	95	6.46	9.51
32	6.41	8.17	64	6.12	9.24	96	6.04	8.88

(1) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR stay at 1.10% and 1.19% respectively and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(2) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR increase instantaneously to 20.00% and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(3) Assumes proceeds from the related Interest Rate Cap Agreement are included.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Net WAC Cap and Effective Maximum Rate for Class M Certificates

Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)	Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)	Period	NWC(1) (%)	Max Rate(2, 3) (%)
1	n/a	n/a	33	6.22	8.50	65	6.14	9.26
2	6.31	8.50	34	6.22	8.50	66	6.34	9.55
3	6.51	8.50	35	6.88	9.38	67	6.14	9.24
4	6.29	8.50	36	6.21	8.50	68	6.34	9.53
5	6.29	8.50	37	6.42	8.74	69	6.13	9.21
6	6.50	8.50	38	6.21	8.50	70	6.13	9.20
7	6.28	8.50	39	6.41	8.72	71	6.78	10.18
8	6.49	8.50	40	6.20	8.58	72	6.12	9.18
9	6.28	8.50	41	6.20	8.98	73	6.33	9.47
10	6.28	8.50	42	6.40	9.26	74	6.12	9.16
11	6.95	8.50	43	6.20	8.96	75	6.32	9.45
12	6.27	8.50	44	6.40	9.24	76	6.11	9.13
13	6.48	8.50	45	6.19	8.94	77	6.11	9.12
14	6.27	8.50	46	6.19	9.07	78	6.31	9.42
15	6.47	8.50	47	6.61	10.11	79	6.11	9.10
16	6.26	8.50	48	6.18	9.45	80	6.31	9.39
17	6.26	8.50	49	6.39	9.75	81	6.10	9.08
18	6.46	8.50	50	6.18	9.43	82	6.10	9.07
19	6.25	8.50	51	6.38	9.73	83	6.75	10.03
20	6.46	8.50	52	6.17	9.40	84	6.09	9.05
21	6.25	8.50	53	6.17	9.39	85	6.30	9.34
22	6.25	8.50	54	6.37	9.69	86	6.09	9.02
23	6.91	8.50	55	6.17	9.37	87	6.29	9.31
24	6.24	8.50	56	6.37	9.67	88	6.09	9.00
25	6.45	8.50	57	6.16	9.35	89	6.08	8.99
26	6.24	8.50	58	6.16	9.34	90	6.28	9.28
27	6.44	8.50	59	6.82	10.32	91	6.08	8.97
28	6.23	8.50	60	6.15	9.31	92	6.28	9.26
29	6.23	8.50	61	6.36	9.61	93	6.07	8.95
30	6.44	8.50	62	6.15	9.29	94	6.07	8.94
31	6.23	8.50	63	6.35	9.59	95	6.49	9.54
32	6.43	8.50	64	6.14	9.27	96	6.07	8.91

(1) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR stay at 1.10% and 1.19% respectively and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(2) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR increase instantaneously to 20.00% and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(3) Assumes proceeds from the related Interest Rate Cap Agreement are included.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

Excess Spread(3)

Period	% At Static LIBOR(1)	1m LIBOR (%)	6m LIBOR (%)	% At Fwd LIBOR(2)	Period	% at Static LIBOR(1)	1m LIBOR (%)	6m LIBOR (%)	% at Fwd LIBOR(2)	Period	% at Static LIBOR(1)	1m LIBOR (%)	6m LIBOR (%)	% at Fwd LIBOR(2)
1	4.03	1.10	1.19	4.03	33	4.76	3.93	4.09	2.89	65	4.73	5.21	5.37	2.35
2	4.97	1.12	1.24	4.95	34	4.75	4.01	4.14	2.86	66	4.78	5.25	5.41	2.50
3	5.01	1.14	1.30	4.97	35	4.91	4.10	4.18	3.39	67	4.73	5.29	5.44	2.27
4	4.95	1.20	1.37	4.85	36	4.74	4.18	4.22	2.84	68	4.78	5.33	5.44	2.42
5	4.94	1.23	1.45	4.81	37	4.78	4.04	4.26	3.12	69	4.73	5.36	5.43	2.19
6	4.99	1.34	1.54	4.75	38	4.75	4.11	4.33	2.91	70	4.73	5.40	5.43	2.17
7	4.93	1.40	1.64	4.63	39	4.81	4.18	4.39	2.99	71	4.88	5.44	5.42	2.74
8	4.98	1.45	1.76	4.63	40	4.75	4.25	4.46	2.81	72	4.73	5.47	5.41	2.13
9	4.92	1.57	1.88	4.44	41	4.75	4.32	4.53	2.87	73	4.78	5.27	5.40	2.52
10	4.91	1.67	2.00	4.33	42	4.80	4.39	4.60	2.96	74	4.73	5.30	5.43	2.30
11	5.06	1.79	2.12	4.42	43	4.75	4.46	4.67	2.72	75	4.78	5.33	5.46	2.46
12	4.90	1.98	2.23	4.00	44	4.80	4.52	4.69	2.82	76	4.73	5.36	5.49	2.24
13	4.95	2.07	2.33	3.99	45	4.75	4.59	4.72	2.58	77	4.73	5.38	5.52	2.23
14	4.89	2.17	2.43	3.79	46	4.74	4.65	4.74	2.56	78	4.78	5.41	5.54	2.39
15	4.94	2.27	2.53	3.77	47	4.85	4.71	4.76	2.95	79	4.73	5.44	5.57	2.18
16	4.88	2.37	2.63	3.58	48	4.74	4.78	4.78	2.54	80	4.78	5.47	5.59	2.34
17	4.87	2.47	2.72	3.47	49	4.79	4.62	4.80	2.87	81	4.73	5.49	5.62	2.12
18	4.92	2.56	2.82	3.47	50	4.74	4.67	4.85	2.64	82	4.73	5.52	5.64	2.11
19	4.86	2.67	2.91	3.26	51	4.79	4.72	4.90	2.75	83	4.88	5.54	5.67	2.72
20	4.90	2.76	3.02	3.26	52	4.74	4.78	4.95	2.55	84	4.73	5.57	5.69	2.12
21	4.85	2.85	3.10	3.05	53	4.73	4.83	5.00	2.58	85	4.78	5.59	5.71	2.29
22	4.84	2.95	3.20	3.05	54	4.79	4.88	5.06	2.70	86	4.73	5.61	5.74	2.07
23	4.99	3.04	3.29	3.90	55	4.73	4.93	5.10	2.47	87	4.78	5.63	5.76	2.24
24	4.82	3.13	3.38	3.45	56	4.78	4.98	5.12	2.59	88	4.73	5.66	5.78	2.04
25	4.87	3.22	3.47	3.48	57	4.73	5.03	5.14	2.36	89	4.73	5.68	5.80	2.07
26	4.81	3.31	3.57	3.25	58	4.73	5.08	5.16	2.35	90	4.78	5.70	5.83	2.24
27	4.86	3.40	3.65	3.28	59	4.89	5.13	5.18	2.93	91	4.73	5.73	5.85	2.02
28	4.80	3.49	3.74	3.14	60	4.73	5.17	5.19	2.33	92	4.78	5.74	5.84	2.20
29	4.79	3.58	3.83	3.28	61	4.78	5.05	5.21	2.63	93	4.73	5.77	5.83	1.98
30	4.84	3.67	3.92	3.32	62	4.73	5.09	5.25	2.40	94	4.73	5.79	5.83	1.97
31	4.77	3.76	4.00	3.08	63	4.78	5.13	5.29	2.54	95	4.83	5.81	5.82	2.37
32	4.82	3.84	4.05	3.12	64	4.73	5.17	5.33	2.33	96	4.73	5.82	5.81	1.95

(1) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR stay at 1.10% and 1.19% respectively, and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(2) Assumes 1mLIBOR and 6mLIBOR follow the forward LIBOR Curve respectively, and the cashflows are run to the Optional Termination at the pricing speed.
(3) Calculated as (a) interest collections on the Mortgage Loans (net of the servicing fee, the trustee fee and PMI Insurer Premium Fee Rate, if applicable), less the aggregate interest on the Certificates divided by (b) the aggregate principal balance of the Mortgage Loans as of the beginning period (annualized).

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

PART IV: COLLATERAL STATISTICS

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL

Collateral Summary

Statistics given below are for the Mortgage Loans in the pool as of the Collateral Selection Date. Balances and percentages are based on the Cut-off Date scheduled balances of such Mortgage Loans (except in the case of Debt-to-Income and FICO, which are determined at origination).

	Summary Statistics		Range (if applicable)
Number of Mortgage Loans:	4,794		
Aggregate Current Principal Balance:	$800,000,009.05		$41,202.25 - $823,189.84
Average Current Principal Balance:	$166,875.26		
Aggregate Original Principal Balance:	$801,883,402.00		$60,000.00 - $825,000.00
Average Original Principal Balance:	$167,268.13		
Fully Amortizing Mortgage Loans:	100.00%		
1st Lien:	100.00%		
Wtd. Avg. Gross Coupon:	7.530%		5.250% - 13.050%
Wtd. Avg. Original Term (months):	351		120 - 360
Wtd. Avg. Remaining Term (months):	348		118 - 359
Wtd. Avg. Margin (ARM Loans Only):	6.050%		3.870% - 6.750%
Wtd. Avg. Maximum Mortgage Rate (ARM Loans Only):	14.042%		11.250% - 19.050%
Wtd. Avg. Minimum Mortgage Rate (ARM Loans Only):	8.042%		5.250% - 13.050%
Wtd. Avg. Original LTV:	78.28%		15.98% - 95.00%
Wtd. Avg. Borrower FICO:	621		500 - 809
Geographic Distribution (Top 5):	CA	23.67%	
	FL	11.42%	
	NY	8.72%	
	MA	6.87%	
	MI	5.44%	

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Collateral Type

COLLATERAL TYPE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
2-yr Fixed/Adjustable Rate	3,269	$519,999,643.45	65.00	355	40.16	8.042	595	79.51
Fixed Rate	1,525	280,000,365.60	35.00	337	37.78	6.580	668	76.00
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Principal Balances at Origination

RANGE OF PRINCIPAL BALANCES AT ORIGINATION ($)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF ORIGINATION	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF ORIGINATION	REMAINING TERM TO MATURITY (months)*	DEBT-TO-INCOME (%)*	GROSS COUPON (%)*	FICO*	OLTV (%)*
50,000.01 - 100,000.00	1,475	$116,463,765.00	14.52	341	37.30	8.427	598	74.28
100,000.01 - 150,000.00	1,230	153,261,814.00	19.11	344	38.36	7.806	609	78.23
150,000.01 - 200,000.00	821	142,738,369.00	17.80	348	39.21	7.549	618	78.63
200,000.01 - 250,000.00	517	115,277,052.00	14.38	352	40.41	7.511	616	79.71
250,000.01 - 300,000.00	279	76,403,580.00	9.53	353	41.45	7.220	627	80.51
300,000.01 - 350,000.00	167	54,122,576.00	6.75	350	40.96	7.176	627	83.22
350,000.01 - 400,000.00	86	32,012,000.00	3.99	351	41.08	7.240	636	80.14
400,000.01 - 450,000.00	66	28,097,867.00	3.50	352	41.39	6.737	656	83.09
450,000.01 - 500,000.00	37	17,608,699.00	2.20	347	36.71	6.909	654	75.96
500,000.01 - 550,000.00	54	28,370,491.00	3.54	356	39.29	6.774	656	77.78
550,000.01 - 600,000.00	53	31,091,889.00	3.88	358	38.98	6.623	644	72.85
600,000.01 - 650,000.00	2	1,240,300.00	0.15	358	41.86	5.627	722	62.44
650,000.01 - 700,000.00	2	1,360,000.00	0.17	358	30.47	5.624	699	40.25
700,000.01 - 750,000.00	3	2,250,000.00	0.28	358	28.00	5.713	712	54.40
750,000.01 - 800,000.00	1	760,000.00	0.09	358	37.00	5.500	776	63.33
800,000.01 - 850,000.00	1	825,000.00	0.10	358	50.00	5.500	785	63.46
Total:	**4,794**	**$801,883,402.00**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

*Based on the original balances of the Mortgage Loans.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Principal Balance as of the Cut-Off Date

RANGE OF PRINCIPAL BALANCES AS OF THE CUT-OFF DATE ($)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
0.01 - 50,000.00	1	$41,202.25	0.01	176	45.00	9.400	579	55.83
50,000.01 - 100,000.00	1,479	116,599,197.07	14.57	341	37.29	8.424	598	74.28
100,000.01 - 150,000.00	1,227	152,684,149.83	19.09	344	38.38	7.805	609	78.23
150,000.01 - 200,000.00	820	142,318,256.25	17.79	348	39.21	7.552	617	78.64
200,000.01 - 250,000.00	516	114,833,043.62	14.35	352	40.39	7.510	616	79.73
250,000.01 - 300,000.00	279	76,245,772.32	9.53	353	41.45	7.220	627	80.51
300,000.01 - 350,000.00	169	54,698,419.79	6.84	350	41.04	7.180	627	83.30
350,000.01 - 400,000.00	85	31,632,167.96	3.95	350	41.04	7.227	637	79.92
400,000.01 - 450,000.00	65	27,621,590.91	3.45	353	41.28	6.741	655	83.15
450,000.01 - 500,000.00	37	17,559,671.20	2.19	348	36.71	6.909	654	75.96
500,000.01 - 550,000.00	55	28,862,341.91	3.61	356	39.49	6.812	654	77.65
550,000.01 - 600,000.00	52	30,483,448.07	3.81	358	38.78	6.585	646	72.88
600,000.01 - 650,000.00	2	1,237,642.36	0.15	358	41.86	5.627	722	62.44
650,000.01 - 700,000.00	2	1,357,084.02	0.17	358	30.47	5.624	699	40.25
700,000.01 - 750,000.00	3	2,244,499.20	0.28	358	28.00	5.713	712	54.40
750,000.01 - 800,000.00	1	758,332.45	0.09	358	37.00	5.500	776	63.33
800,000.01 - 850,000.00	1	823,189.84	0.10	358	50.00	5.500	785	63.46
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Remaining Term to Maturity

RANGE OF MONTHS REMAINING	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
61 - 120	14	$1,205,761.16	0.15	118	35.68	6.332	676	69.99
121 - 180	178	22,226,256.20	2.78	177	34.80	6.979	661	72.17
181 - 240	165	23,427,184.67	2.93	237	38.83	6.959	657	76.99
241 - 300	21	2,961,493.93	0.37	298	32.35	6.205	678	76.56
301 - 360	4,416	750,179,313.09	93.77	357	39.51	7.572	618	78.53
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Mortgage Rate

RANGE OF CURRENT MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
5.000 - 5.499	17	$4,796,430.25	0.60	358	39.04	5.305	716	76.01
5.500 - 5.999	705	156,094,913.77	19.51	342	37.01	5.753	697	77.13
6.000 - 6.499	319	65,837,743.42	8.23	344	38.30	6.201	650	79.82
6.500 - 6.999	652	121,257,085.50	15.16	349	38.73	6.787	640	80.51
7.000 - 7.499	288	49,413,016.55	6.18	353	40.44	7.251	605	78.79
7.500 - 7.999	863	140,896,574.07	17.61	347	39.86	7.753	596	78.37
8.000 - 8.499	248	39,699,923.62	4.96	352	39.88	8.255	581	76.68
8.500 - 8.999	747	103,487,163.70	12.94	353	40.56	8.760	579	77.96
9.000 - 9.499	214	26,905,241.12	3.36	353	41.00	9.259	569	77.69
9.500 - 9.999	412	54,854,246.30	6.86	353	41.51	9.756	565	77.51
10.000 - 10.499	89	10,381,507.61	1.30	350	38.80	10.257	559	75.83
10.500 - 10.999	149	16,078,644.26	2.01	352	42.83	10.736	567	77.12
11.000 - 11.499	34	3,489,959.36	0.44	354	38.17	11.227	565	77.66
11.500 - 11.999	35	4,273,771.83	0.53	347	39.74	11.753	563	75.40
12.000 - 12.499	10	1,046,361.19	0.13	357	45.08	12.267	595	76.31
12.500 - 12.999	11	1,323,566.06	0.17	357	42.32	12.710	571	77.31
13.000 - 13.499	1	163,860.44	0.02	355	47.00	13.050	573	85.00
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Original Loan-to-Value Ratios

RANGE OF ORIGINAL LOAN-TO-VALUE RATIOS (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
25.00 or less	14	$2,063,920.60	0.26	346	34.33	6.063	662	21.60
25.01 - 30.00	25	2,882,236.76	0.36	331	37.31	7.806	602	28.23
30.01 - 35.00	30	3,112,523.62	0.39	301	35.54	7.744	610	33.15
35.01 - 40.00	47	7,764,649.10	0.97	337	35.50	6.963	630	37.89
40.01 - 45.00	60	9,149,383.58	1.14	336	36.21	7.308	633	42.51
45.01 - 50.00	95	12,899,639.58	1.61	338	35.16	6.999	635	48.02
50.01 - 55.00	108	16,872,704.99	2.11	341	37.33	7.207	625	52.93
55.01 - 60.00	184	26,142,987.03	3.27	339	36.71	7.548	607	57.86
60.01 - 65.00	229	37,866,393.71	4.73	350	38.20	7.474	616	63.09
65.01 - 70.00	296	50,385,355.77	6.30	351	39.08	7.479	611	68.02
70.01 - 75.00	735	110,808,303.61	13.85	352	40.22	8.293	583	73.69
75.01 - 80.00	554	91,229,786.64	11.40	345	37.59	7.622	622	78.66
80.01 - 85.00	882	147,655,262.49	18.46	351	40.10	7.759	607	83.76
85.01 - 90.00	1,377	252,391,024.34	31.55	349	40.33	7.259	638	89.06
90.01 - 95.00	158	28,775,837.23	3.60	346	39.06	6.361	698	93.30
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

FICO Score at Origination

RANGE OF FICO SCORES	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
500 - 519	107	$15,182,738.70	1.90	352	42.12	8.692	512	68.14
520 - 539	517	73,237,151.32	9.15	355	41.69	8.822	530	72.99
540 - 559	570	80,610,851.88	10.08	354	40.77	8.809	549	75.33
560 - 579	579	89,896,542.57	11.24	353	39.63	8.230	569	78.46
580 - 599	570	85,979,663.40	10.75	352	40.19	8.207	589	80.34
600 - 619	448	72,172,378.46	9.02	350	38.72	7.739	610	78.90
620 - 639	518	90,090,227.51	11.26	348	39.47	7.237	630	80.85
640 - 659	403	73,639,701.37	9.20	347	38.79	6.849	650	79.39
660 - 679	337	66,872,581.37	8.36	340	38.03	6.568	670	79.90
680 - 699	214	41,057,452.96	5.13	346	38.50	6.381	690	80.88
700 - 719	195	40,074,358.95	5.01	338	38.82	6.238	707	80.85
720 - 739	101	22,080,412.87	2.76	347	36.79	5.970	732	75.90
740 - 759	121	24,344,166.52	3.04	341	37.73	5.984	748	80.40
760 - 779	71	16,199,649.34	2.02	334	34.92	5.947	769	76.84
780 - 799	37	7,732,812.19	0.97	328	32.81	5.908	786	71.71
800 or greater	6	829,319.64	0.10	318	38.28	6.001	804	64.96
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Debt-to-Income Ratio

RANGE OF DEBT-TO-INCOME RATIOS	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
20.00 or less	322	$48,384,852.09	6.05	345	14.27	7.355	626	74.55
20.01 - 25.00	269	40,066,704.97	5.01	339	23.11	7.286	633	75.64
25.01 - 30.00	444	67,311,054.60	8.41	343	28.14	7.291	632	75.76
30.01 - 35.00	576	94,209,663.62	11.78	348	33.06	7.339	632	77.63
35.01 - 40.00	715	115,875,564.80	14.48	352	38.01	7.448	622	78.80
40.01 - 45.00	880	151,936,801.62	18.99	348	43.09	7.547	621	78.92
45.01 - 50.00	1,240	224,614,945.32	28.08	349	48.18	7.531	621	80.58
50.01 - 55.00	348	57,600,422.03	7.20	355	53.20	8.558	569	75.61
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Geographic Distribution

STATE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
California	774	$189,353,171.11	23.67	352	39.21	6.948	633	75.95
Florida	716	91,367,389.23	11.42	350	39.49	7.710	606	79.77
New York	279	69,767,865.34	8.72	348	40.55	7.278	641	73.55
Massachusetts	241	54,993,885.53	6.87	353	41.24	7.576	617	75.13
Michigan	328	43,559,203.69	5.44	347	37.75	7.761	606	81.18
Maryland	154	28,301,499.91	3.54	347	37.73	7.136	634	80.71
Minnesota	165	26,859,884.49	3.36	345	39.58	7.765	618	81.11
Pennsylvania	186	25,946,450.94	3.24	342	39.82	7.459	616	81.91
Connecticut	133	22,770,887.75	2.85	345	39.29	7.484	616	79.00
Illinois	150	22,276,236.26	2.78	352	38.03	7.879	625	79.38
Wisconsin	139	19,834,532.22	2.48	351	39.88	8.190	620	80.72
Texas	159	19,107,515.14	2.39	337	38.37	8.438	604	77.59
Rhode Island	109	18,738,911.32	2.34	349	39.56	7.401	620	75.12
Washington	91	16,110,839.38	2.01	349	36.18	7.449	636	81.67
Colorado	84	15,099,487.13	1.89	355	41.32	7.294	628	82.53
Georgia	89	11,517,666.48	1.44	344	39.37	8.607	606	80.71
Missouri	89	11,009,593.66	1.38	343	40.33	8.323	594	80.50
Alabama	91	10,297,711.71	1.29	339	40.96	8.482	614	81.71
Indiana	91	9,707,097.09	1.21	349	36.46	7.925	590	81.83
Arizona	70	8,677,329.41	1.08	350	38.79	7.652	623	83.06
Tennessee	74	8,458,984.60	1.06	344	39.19	8.009	605	81.47
New Jersey	39	7,726,290.61	0.97	348	43.26	8.562	610	78.01
New Hampshire	51	7,176,509.94	0.90	353	39.90	7.710	620	75.12
Nevada	26	5,275,305.81	0.66	358	41.40	7.957	602	83.72
Mississippi	50	5,086,764.74	0.64	322	39.73	8.200	597	83.22
Louisiana	51	5,055,831.87	0.63	331	38.79	8.348	590	81.39
North Carolina	38	4,760,901.21	0.60	330	38.16	8.705	603	80.59
Maine	40	4,647,872.25	0.58	326	35.83	7.331	620	73.38
Delaware	24	4,074,702.64	0.51	358	39.99	7.478	606	78.10
Hawaii	17	3,992,641.53	0.50	348	40.31	7.325	619	74.69
Kansas	30	3,747,930.97	0.47	331	38.94	8.135	629	85.10
Ohio	32	3,551,513.84	0.44	350	39.49	8.099	600	84.07
Nebraska	30	3,514,430.30	0.44	333	35.57	7.995	605	78.62
Oklahoma	37	3,485,277.45	0.44	336	37.92	8.409	605	79.93
Iowa	35	3,416,464.44	0.43	346	34.57	8.075	608	81.25
Oregon	17	2,154,588.08	0.27	358	33.24	7.263	631	79.87
Utah	13	1,875,014.06	0.23	331	40.54	7.213	608	83.81
South Carolina	13	1,867,922.32	0.23	333	38.68	7.593	622	80.23
Arkansas	11	1,096,433.54	0.14	357	39.23	9.543	589	83.83
Vermont	4	1,023,285.19	0.13	357	39.28	6.508	647	77.83
Idaho	5	806,034.32	0.10	357	43.34	8.805	627	89.61
Kentucky	7	752,851.29	0.09	335	24.24	8.249	621	85.72
New Mexico	4	375,988.02	0.05	354	35.68	9.567	546	74.51
Wyoming	3	346,974.27	0.04	358	42.58	7.429	613	85.36
South Dakota	3	270,938.74	0.03	357	35.13	7.920	663	81.66
Montana	2	161,399.23	0.02	311	28.76	6.204	731	67.69
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Occupancy Status

OCCUPATION STATUS*	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Owner Occupied	4,511	$753,142,277.94	94.14	348	39.77	7.553	619	78.46
Non-Owner Occupied	210	34,640,118.56	4.33	348	29.85	7.108	660	75.08
Second Home	73	12,217,612.55	1.53	355	39.07	7.318	636	76.53
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

*Based on mortgagor representation at origination.

Documentation Type

INCOME DOCUMENTATION	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Full Documentation	3,125	$515,197,236.36	64.40	346	39.30	7.393	623	79.26
Stated Documentation	1,062	174,413,985.76	21.80	352	40.06	7.910	620	74.75
Limited Documentation	607	110,388,786.93	13.80	353	38.31	7.570	613	79.30
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Loan Purpose

PURPOSE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Refinance-Debt Consolidation Cash Out**	4,309	$722,821,261.37	90.35	349	39.28	7.550	619	78.14
Purchase	16	2,217,150.50	0.28	352	37.79	8.231	625	84.69
Refinance-Debt Consolidation No Cash Out***	469	74,961,597.18	9.37	346	39.83	7.320	640	79.50
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

** Cash proceeds to the borrower inclusive of debt consolidation payments exceed 2% or $2,000 of the original principal balance of the related loan. Also includes all home equity loans originated in Texas with any cash proceeds.

*** Cash proceeds to the borrower inclusive of debt consolidation payments do not exceed 2% or $2,000 of the original principal balance of the related loan. Excludes home equity loans originated in Texas with any cash proceeds.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Credit Grade

RISK CATEGORY	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
8A	371	$77,945,932.75	9.74	338	35.84	5.916	748	76.83
7A	336	66,234,738.71	8.28	342	39.24	6.264	697	81.59
6A	301	61,057,168.51	7.63	341	37.92	6.439	670	80.09
5A	336	63,371,038.51	7.92	347	39.01	6.691	650	79.54
4A	396	70,890,177.18	8.86	350	39.17	6.966	634	81.63
3A	294	49,342,199.20	6.17	348	38.38	7.260	619	79.75
2A	867	139,181,998.43	17.40	351	39.44	7.832	593	81.30
A	438	66,458,003.20	8.31	353	39.56	8.583	578	81.42
B	840	120,251,974.29	15.03	354	42.15	8.883	549	75.43
C	564	79,735,271.32	9.97	354	40.34	8.763	557	68.67
D	51	5,531,506.95	0.69	347	38.10	9.330	542	55.92
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Property Type

PROPERTY TYPE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Single Family Detached	4,077	$673,153,676.25	84.14	348	39.31	7.560	619	78.58
Two-to Four-Family	254	55,813,317.61	6.98	350	39.49	7.334	644	74.34
Condominium	181	29,354,851.91	3.67	349	38.58	7.263	626	78.64
PUD Detached	123	25,603,289.09	3.20	350	41.55	7.504	613	81.52
Manufactured Housing	113	10,794,687.55	1.35	339	36.93	7.459	623	70.33
Single Family Attached	36	3,913,767.67	0.49	336	38.10	7.541	621	81.05
PUD Attached	10	1,366,418.97	0.17	340	41.66	7.567	624	81.74
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Prepayment Charge Term

PREPAYMENT CHARGE TERM AT ORIGINATION (MOS.)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
0	1,167	$192,508,947.58	24.06	349	38.95	7.981	619	77.72
12	289	65,061,382.06	8.13	347	39.81	6.802	652	74.83
24	15	3,914,105.18	0.49	352	41.15	7.325	609	74.00
30	15	3,771,782.10	0.47	333	42.00	7.356	619	82.71
36	3,308	534,743,792.13	66.84	348	39.38	7.459	617	78.91
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Conforming Balance

CONFORMING BALANCE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Conforming	4,473	$652,631,445.63	81.58	347	39.31	7.683	615	78.51
Non-Conforming	321	147,368,563.42	18.42	353	39.44	6.853	646	77.30
Total:	**4,794**	**$800,000,009.05**	**100.00**	**348**	**39.33**	**7.530**	**621**	**78.28**

Maximum Mortgage Rates of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF MAXIMUM MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
11.000 - 11.499	15	$4,358,031.22	0.84	358	38.84	5.302	720	76.70
11.500 - 11.999	123	29,148,585.10	5.61	358	38.25	5.862	656	80.34
12.000 - 12.499	123	28,242,158.66	5.43	354	40.21	6.230	639	83.46
12.500 - 12.999	410	78,066,807.82	15.01	356	38.88	6.802	628	82.37
13.000 - 13.499	231	39,754,920.30	7.65	355	40.09	7.255	598	79.13
13.500 - 13.999	646	104,925,604.46	20.18	353	40.17	7.759	590	79.84
14.000 - 14.499	207	35,008,556.15	6.73	355	40.16	8.259	580	77.87
14.500 - 14.999	657	92,482,736.50	17.79	354	40.75	8.763	575	78.44
15.000 - 15.499	195	24,626,797.77	4.74	355	41.12	9.257	567	77.90
15.500 - 15.999	374	50,538,023.49	9.72	355	41.28	9.756	564	77.80
16.000 - 16.499	73	8,745,487.81	1.68	355	38.85	10.254	556	77.36
16.500 - 16.999	136	14,868,240.49	2.86	355	43.34	10.734	567	77.10
17.000 - 17.499	30	3,050,427.46	0.59	354	36.78	11.209	569	77.68
17.500 - 17.999	31	3,926,150.20	0.76	347	39.12	11.736	559	74.82
18.000 - 18.499	8	908,796.99	0.17	358	46.73	12.283	583	75.81
18.500 - 18.999	9	1,184,458.59	0.23	358	41.59	12.717	574	77.62
19.000 - 19.499	1	163,860.44	0.03	355	47.00	13.050	573	85.00
Total:	**3,269**	**$519,999,643.45**	**100.00**	**355**	**40.16**	**8.042**	**595**	**79.51**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Minimum Mortgage Rates of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF MINIMUM MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
5.000 - 5.499	15	$4,358,031.22	0.84	358	38.84	5.302	720	76.70
5.500 - 5.999	123	29,148,585.10	5.61	358	38.25	5.862	656	80.34
6.000 - 6.499	123	28,242,158.66	5.43	354	40.21	6.230	639	83.46
6.500 - 6.999	410	78,066,807.82	15.01	356	38.88	6.802	628	82.37
7.000 - 7.499	231	39,754,920.30	7.65	355	40.09	7.255	598	79.13
7.500 - 7.999	646	104,925,604.46	20.18	353	40.17	7.759	590	79.84
8.000 - 8.499	207	35,008,556.15	6.73	355	40.16	8.259	580	77.87
8.500 - 8.999	657	92,482,736.50	17.79	354	40.75	8.763	575	78.44
9.000 - 9.499	195	24,626,797.77	4.74	355	41.12	9.257	567	77.90
9.500 - 9.999	374	50,538,023.49	9.72	355	41.28	9.756	564	77.80
10.000 - 10.499	73	8,745,487.81	1.68	355	38.85	10.254	556	77.36
10.500 - 10.999	136	14,868,240.49	2.86	355	43.34	10.734	567	77.10
11.000 - 11.499	30	3,050,427.46	0.59	354	36.78	11.209	569	77.68
11.500 - 11.999	31	3,926,150.20	0.76	347	39.12	11.736	559	74.82
12.000 - 12.499	8	908,796.99	0.17	358	46.73	12.283	583	75.81
12.500 - 12.999	9	1,184,458.59	0.23	358	41.59	12.717	574	77.62
13.000 - 13.499	1	163,860.44	0.03	355	47.00	13.050	573	85.00
Total:	**3,269**	**$519,999,643.45**	**100.00**	**355**	**40.16**	**8.042**	**595**	**79.51**

Gross Margins of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF GROSS MARGINS (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
3.750 - 3.999	2	$209,554.19	0.04	358	29.08	6.990	697	88.77
4.000 - 4.249	2	273,507.00	0.05	358	46.26	6.559	668	83.56
4.250 - 4.499	1	83,333.01	0.02	358	3.00	5.990	774	89.78
4.500 - 4.749	7	1,387,204.24	0.27	358	39.29	6.679	669	85.10
4.750 - 4.999	78	17,175,802.82	3.30	355	36.08	6.382	723	84.35
5.000 - 5.249	128	24,074,493.77	4.63	353	39.59	6.865	687	85.75
5.250 - 5.499	99	19,552,235.39	3.76	353	39.28	6.888	667	83.00
5.500 - 5.749	174	33,281,027.03	6.40	357	40.05	6.948	646	82.19
5.750 - 5.999	287	50,720,961.09	9.75	354	40.46	7.258	624	83.56
6.000 - 6.249	945	152,026,779.47	29.24	354	39.68	7.873	592	81.95
6.250 - 6.499	372	55,490,466.20	10.67	356	40.05	8.720	574	81.29
6.500 - 6.749	730	103,259,838.16	19.86	355	41.73	8.933	548	75.66
6.750 - 6.999	444	62,464,441.08	12.01	356	40.37	8.912	553	68.64
Total:	**3,269**	**$519,999,643.45**	**100.00**	**355**	**40.16**	**8.042**	**595**	**79.51**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE TOTAL COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Next Adjustment Date of the Adjustable-Rate Loans

NEXT ADJUSTMENT DATE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
August 2005	2	$296,299.42	0.06	352	48.72	7.791	622	80.30
September 2005	279	41,603,501.88	8.00	351	40.31	8.983	585	76.47
October 2005	11	2,163,051.74	0.42	354	42.74	8.482	612	87.02
November 2005	129	19,073,214.13	3.67	352	41.29	9.065	580	81.62
December 2005	52	8,541,793.82	1.64	347	39.15	8.462	590	78.89
January 2006	276	49,734,662.15	9.56	353	40.09	7.991	613	82.18
February 2006	2,122	338,674,594.41	65.13	356	40.07	7.937	595	79.58
March 2006	398	59,912,525.90	11.52	355	40.31	7.627	592	78.17
Total:	**3,269**	**$519,999,643.45**	**100.00**	**355**	**40.16**	**8.042**	**595**	**79.51**

Initial Periodic Cap of the Adjustable-Rate Loans

INITIAL PERIODIC CAP (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
2.000	3,269	$519,999,643.45	100.00	355	40.16	8.042	595	79.51
Total:	**3,269**	**$519,999,643.45**	**100.00**	**355**	**40.16**	**8.042**	**595**	**79.51**

Periodic Cap of the Adjustable-Rate Loans

PERIODIC CAP (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
1.000	3,269	$519,999,643.45	100.00	355	40.16	8.042	595	79.51
Total:	**3,269**	**$519,999,643.45**	**100.00**	**355**	**40.16**	**8.042**	**595**	**79.51**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Collateral Summary

Statistics given below are for the Mortgage Loans in the pool as of the Collateral Selection Date. Balances and percentages are based on the Cut-Off Date scheduled balances of such Mortgage Loans (except in the case of Debt-to-Income and FICO, which are determined at origination).

	Summary Statistics	Range (if applicable)
Number of Mortgage Loans:	3,222	
Aggregate Current Principal Balance:	$520,000,039.79	$41,202.25 - $522,004.91
Average Current Principal Balance:	$161,390.45	
Aggregate Original Principal Balance:	$521,252,689.00	$60,000.00 - $523,000.00
Average Original Principal Balance:	$161,779.23	
Fully Amortizing Mortgage Loans:	100.00%	
1st Lien:	100.00%	
Wtd. Avg. Gross Coupon:	7.543%	5.250% - 12.990%
Wtd. Avg. Original Term (months):	350	120 - 360
Wtd. Avg. Remaining Term (months):	348	118 - 359
Wtd. Avg. Margin (ARM Loans Only):	6.059%	3.870% - 6.750%
Wtd. Avg. Maximum Mortgage Rate (ARM Loans Only):	14.063%	11.250% - 18.990%
Wtd. Avg. Minimum Mortgage Rate (ARM Loans Only):	8.063%	5.250% - 12.990%
Wtd. Avg. Original LTV:	79.08%	15.98% - 95.00%
Wtd. Avg. Borrower FICO:	621	518 - 809
Geographic Distribution (Top 5):	CA 19.92%	
	FL 12.27%	
	NY 8.20%	
	MA 7.13%	
	MI 5.74%	

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Collateral Type

COLLATERAL TYPE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
2-yr Fixed/Adjustable Rate	2,161	$338,000,003.29	65.00	355	40.32	8.063	595	80.20
Fixed Rate	1,061	182,000,036.50	35.00	334	37.77	6.577	668	77.00
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Principal Balances at Origination

RANGE OF PRINCIPAL BALANCES AT ORIGINATION ($)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF ORIGINATION	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF ORIGINATION	REMAINING TERM TO MATURITY (months)*	DEBT-TO-INCOME (%)*	GROSS COUPON (%)*	FICO*	OLTV (%)*
50,000.01 - 100,000.00	637	$57,156,208.00	10.97	343	37.57	8.211	600	76.35
100,000.01 - 150,000.00	1,069	133,584,199.00	25.63	343	38.14	7.738	614	78.38
150,000.01 - 200,000.00	700	121,491,960.00	23.31	348	39.21	7.527	622	78.52
200,000.01 - 250,000.00	439	97,913,174.00	18.78	352	40.13	7.414	622	79.71
250,000.01 - 300,000.00	243	66,528,660.00	12.76	353	41.72	7.135	633	80.36
300,000.01 - 350,000.00	114	36,362,138.00	6.98	349	41.33	7.151	631	82.81
350,000.01 - 400,000.00	8	2,946,150.00	0.57	357	40.85	6.540	689	84.12
400,000.01 - 450,000.00	9	3,812,700.00	0.73	343	41.15	6.425	705	80.70
450,000.01 - 500,000.00	2	934,500.00	0.18	358	40.30	7.262	664	88.60
500,000.01 - 550,000.00	1	523,000.00	0.10	358	46.00	6.250	759	82.36
Total:	**3,222**	**$521,252,689.00**	**100.00**	**347**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.07**

*Based on the original balances of the Mortgage Loans.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Principal Balance as of the Cut-Off Date

RANGE OF PRINCIPAL BALANCES AS OF THE CUT-OFF DATE ($)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
0.01 - 50,000.00	1	$41,202.25	0.01	176	45.00	9.400	579	55.83
50,000.01 - 100,000.00	641	57,437,156.08	11.05	342	37.54	8.206	600	76.35
100,000.01 - 150,000.00	1,066	133,045,276.33	25.59	344	38.17	7.736	614	78.38
150,000.01 - 200,000.00	699	121,115,317.62	23.29	348	39.20	7.530	621	78.54
200,000.01 - 250,000.00	438	97,503,024.85	18.75	352	40.11	7.412	622	79.74
250,000.01 - 300,000.00	243	66,388,367.71	12.77	353	41.72	7.135	633	80.35
300,000.01 - 350,000.00	114	36,282,731.79	6.98	349	41.33	7.151	631	82.81
350,000.01 - 400,000.00	9	3,337,635.75	0.64	342	41.83	6.535	695	83.58
400,000.01 - 450,000.00	8	3,394,283.26	0.65	356	40.21	6.414	700	80.82
450,000.01 - 500,000.00	2	933,039.24	0.18	358	40.30	7.262	664	88.60
500,000.01 - 550,000.00	1	522,004.91	0.10	358	46.00	6.250	759	82.36
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Remaining Term to Maturity

RANGE OF MONTHS REMAINING	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
61 - 120	7	$749,457.79	0.14	118	38.11	5.956	700	78.79
121 - 180	113	14,753,760.07	2.84	177	35.74	6.946	659	71.51
181 - 240	110	17,609,533.60	3.39	237	38.33	6.730	666	76.90
241 - 300	20	2,893,144.44	0.56	298	32.66	6.168	680	76.70
301 - 360	2,972	483,994,143.89	93.08	357	39.63	7.602	617	79.40
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Mortgage Rate

RANGE OF CURRENT MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
5.000 - 5.499	11	$2,145,384.56	0.41	358	36.77	5.320	701	79.48
5.500 - 5.999	513	92,889,376.15	17.86	338	36.82	5.773	696	78.11
6.000 - 6.499	246	45,089,206.76	8.67	344	38.19	6.206	653	79.52
6.500 - 6.999	481	82,756,011.85	15.91	348	38.85	6.799	640	80.61
7.000 - 7.499	215	35,619,297.25	6.85	352	40.56	7.244	609	79.67
7.500 - 7.999	579	91,308,412.27	17.56	347	40.12	7.761	600	79.59
8.000 - 8.499	159	25,046,392.20	4.82	353	39.16	8.269	579	77.08
8.500 - 8.999	489	71,252,100.27	13.70	353	40.65	8.764	579	78.71
9.000 - 9.499	132	18,358,876.55	3.53	353	40.73	9.261	573	78.98
9.500 - 9.999	244	35,280,474.32	6.78	353	42.37	9.755	565	78.26
10.000 - 10.499	48	6,360,327.44	1.22	353	40.19	10.223	563	77.69
10.500 - 10.999	68	8,628,743.09	1.66	357	43.59	10.735	571	78.61
11.000 - 11.499	11	1,592,712.89	0.31	356	36.06	11.198	567	77.12
11.500 - 11.999	16	2,118,914.70	0.41	338	38.88	11.718	571	78.39
12.000 - 12.499	3	505,184.91	0.10	358	45.20	12.303	595	76.77
12.500 - 12.999	7	1,048,624.58	0.20	358	42.09	12.733	576	77.91
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Original Loan-to-Value Ratios

RANGE OF ORIGINAL LOAN-TO-VALUE RATIOS (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
25.00 or less	4	$467,860.14	0.09	334	31.72	6.238	648	21.28
25.01 - 30.00	8	1,131,971.24	0.22	347	36.77	7.705	619	28.70
30.01 - 35.00	18	2,253,661.51	0.43	301	34.76	7.370	623	33.39
35.01 - 40.00	25	3,286,311.52	0.63	346	36.29	7.136	640	37.76
40.01 - 45.00	41	6,016,582.99	1.16	333	37.35	7.065	642	42.65
45.01 - 50.00	43	6,168,684.15	1.19	331	36.66	7.011	635	47.71
50.01 - 55.00	67	10,135,353.61	1.95	333	37.13	6.999	630	52.95
55.01 - 60.00	120	18,448,098.18	3.55	336	37.51	7.501	613	57.76
60.01 - 65.00	137	21,487,584.06	4.13	346	37.85	7.514	609	63.31
65.01 - 70.00	184	31,266,250.06	6.01	350	38.22	7.455	613	68.11
70.01 - 75.00	445	68,018,439.42	13.08	352	40.54	8.336	584	73.72
75.01 - 80.00	377	59,078,689.70	11.36	346	38.22	7.541	625	78.67
80.01 - 85.00	625	99,748,617.58	19.18	349	40.02	7.769	607	83.84
85.01 - 90.00	1,029	174,789,473.58	33.61	349	40.21	7.320	636	89.08
90.01 - 95.00	99	17,702,462.05	3.40	353	38.73	6.448	693	92.63
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

FICO Score at Origination

RANGE OF FICO SCORES	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
500 - 519	11	$1,484,059.00	0.29	358	38.79	8.351	519	68.61
520 - 539	318	47,648,838.60	9.16	357	42.17	8.808	530	74.00
540 - 559	379	55,875,148.52	10.75	355	41.23	8.716	550	75.68
560 - 579	384	58,777,658.33	11.30	353	40.11	8.242	570	79.72
580 - 599	374	56,514,278.97	10.87	352	40.10	8.253	590	80.94
600 - 619	316	50,243,694.92	9.66	349	39.50	7.805	611	79.31
620 - 639	381	62,016,848.26	11.93	347	39.41	7.204	630	80.78
640 - 659	292	50,413,005.25	9.69	344	37.93	6.910	650	80.32
660 - 679	244	43,411,571.19	8.35	340	38.55	6.590	670	80.67
680 - 699	147	26,073,178.98	5.01	343	39.80	6.371	690	80.63
700 - 719	143	26,075,583.51	5.01	333	37.14	6.267	707	80.75
720 - 739	69	12,333,500.77	2.37	346	37.89	6.024	731	80.80
740 - 759	81	14,749,494.60	2.84	335	37.09	6.007	749	78.83
760 - 779	48	8,539,463.01	1.64	331	32.41	6.017	768	78.86
780 - 799	30	5,089,327.11	0.98	331	33.22	6.029	785	72.46
800 or greater	5	754,388.77	0.15	314	37.61	5.962	804	66.57
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Debt-to-Income Ratio

RANGE OF DEBT-TO-INCOME RATIOS	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
20.00 or less	196	$28,407,666.15	5.46	345	14.22	7.344	633	74.85
20.01 - 25.00	170	24,893,938.27	4.79	341	23.26	7.153	636	76.49
25.01 - 30.00	294	45,556,134.95	8.76	340	28.23	7.205	638	78.68
30.01 - 35.00	396	61,030,636.63	11.74	346	33.04	7.482	624	78.71
35.01 - 40.00	485	76,992,004.93	14.81	350	38.04	7.421	623	78.78
40.01 - 45.00	595	99,900,903.47	19.21	349	43.15	7.539	621	79.69
45.01 - 50.00	885	151,029,603.77	29.04	348	48.11	7.593	620	80.94
50.01 - 55.00	201	32,189,151.62	6.19	355	53.19	8.682	565	76.13
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Geographic Distribution

STATE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
California	514	$103,583,531.79	19.92	350	38.93	7.115	628	75.28
Florida	466	63,802,188.93	12.27	351	40.05	7.667	606	80.97
New York	195	42,643,208.50	8.20	344	39.75	7.077	654	73.16
Massachusetts	179	37,063,288.83	7.13	353	40.60	7.632	614	74.76
Michigan	219	29,832,003.40	5.74	351	38.89	7.777	604	82.58
Minnesota	127	20,479,906.38	3.94	345	39.41	7.827	618	81.81
Maryland	109	17,586,681.50	3.38	342	37.90	7.107	644	82.30
Connecticut	106	17,151,821.59	3.30	346	38.77	7.602	608	80.05
Pennsylvania	122	16,910,911.47	3.25	341	40.04	7.412	618	83.18
Rhode Island	93	15,792,484.19	3.04	348	39.13	7.279	625	75.49
Wisconsin	100	14,930,081.50	2.87	350	40.23	8.105	621	82.21
Illinois	94	14,335,117.40	2.76	349	38.62	7.840	627	81.87
Colorado	67	11,820,626.50	2.27	357	39.88	7.366	617	83.65
Washington	66	10,746,842.42	2.07	350	38.84	7.395	629	81.89
Texas	86	10,671,037.60	2.05	336	40.34	8.231	610	79.02
Georgia	61	7,824,821.18	1.50	340	37.49	8.524	621	81.55
Arizona	53	6,974,583.09	1.34	349	38.88	7.580	626	83.42
Alabama	52	6,678,668.12	1.28	341	40.25	8.354	616	84.08
New Hampshire	43	6,176,898.32	1.19	352	40.14	7.481	627	75.64
Indiana	52	6,000,597.51	1.15	356	37.68	7.675	594	85.05
New Jersey	28	5,712,167.74	1.10	350	45.01	8.462	614	77.48
Tennessee	43	5,649,791.01	1.09	351	40.35	7.676	612	83.99
Missouri	44	5,515,977.31	1.06	343	39.64	8.286	594	81.28
Nevada	22	3,919,753.37	0.75	358	39.30	8.030	596	83.45
North Carolina	23	3,498,309.55	0.67	345	39.72	8.526	595	80.98
Mississippi	28	3,403,372.41	0.65	317	39.85	8.039	605	84.10
Maine	26	3,360,579.91	0.65	320	37.36	7.192	631	75.12
Delaware	20	3,263,863.64	0.63	358	40.28	7.491	622	84.23
Louisiana	25	3,030,411.37	0.58	329	41.01	8.099	595	81.42
Kansas	21	2,981,919.56	0.57	324	39.23	7.901	644	87.59
Hawaii	12	2,917,510.92	0.56	344	39.28	7.391	618	76.08
Ohio	23	2,872,229.44	0.55	355	39.73	8.086	597	85.74
Oklahoma	18	2,166,882.20	0.42	337	37.64	8.050	607	81.21
Iowa	18	1,963,724.84	0.38	341	36.07	7.889	620	82.16
Nebraska	16	1,932,488.05	0.37	318	37.62	8.243	597	84.69
Utah	12	1,736,505.30	0.33	329	41.62	7.091	612	84.51
Oregon	10	1,406,485.42	0.27	358	33.33	6.839	650	82.51
South Carolina	7	1,027,746.68	0.20	327	36.93	7.794	634	81.93
Arkansas	8	882,429.16	0.17	357	40.67	9.356	586	85.08
Kentucky	4	544,788.69	0.10	346	25.90	8.047	636	86.16
Vermont	2	341,235.60	0.07	357	49.38	7.358	667	90.00
Idaho	3	322,573.73	0.06	358	33.90	7.448	653	89.72
South Dakota	2	201,309.34	0.04	358	32.39	8.065	670	82.39
Wyoming	1	130,315.19	0.03	358	46.00	7.750	590	75.00
New Mexico	1	114,646.64	0.02	355	49.00	8.500	571	70.99
Montana	1	97,722.50	0.02	358	26.00	6.500	717	66.60
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Occupancy Status

OCCUPATION STATUS*	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Owner Occupied	3,026	$487,604,212.13	93.77	347	39.93	7.568	619	79.26
Non-Owner Occupied	149	24,950,596.84	4.80	350	29.85	7.079	658	74.99
Second Home	47	7,445,230.82	1.43	354	38.48	7.475	628	80.72
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

*Based on mortgagor representation at origination.

Documentation Type

INCOME DOCUMENTATION	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Full Documentation	2,078	$329,879,493.93	63.44	345	39.44	7.404	623	80.53
Stated Documentation	738	119,760,629.56	23.03	351	39.93	7.913	619	74.53
Limited Documentation	406	70,359,916.30	13.53	355	38.50	7.563	614	80.02
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Loan Purpose

PURPOSE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Refinance-Debt Consolidation Cash Out**	2,867	$468,235,926.72	90.05	348	39.39	7.543	620	78.88
Purchase	10	1,334,113.21	0.26	358	33.31	8.865	619	86.86
Refinance-Debt Consolidation No Cash Out***	345	50,429,999.86	9.70	344	39.92	7.513	632	80.71
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

** Cash proceeds to the borrower inclusive of debt consolidation payments exceed 2% or $2,000 of the original principal balance of the related loan. Also includes all home equity loans originated in Texas with any cash proceeds.

*** Cash proceeds to the borrower inclusive of debt consolidation payments do not exceed 2% or $2,000 of the original principal balance of the related loan. Excludes home equity loans originated in Texas with any cash proceeds.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Credit Grade

RISK CATEGORY	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
8A	264	$46,729,685.47	8.99	335	35.39	5.997	748	78.26
7A	235	42,469,461.57	8.17	339	38.89	6.243	696	81.09
6A	218	39,143,126.00	7.53	340	38.41	6.430	669	81.12
5A	250	43,441,801.68	8.35	345	38.25	6.790	650	80.73
4A	298	49,344,325.68	9.49	349	39.00	6.931	635	81.66
3A	209	33,498,741.77	6.44	346	39.34	7.367	617	80.19
2A	568	88,772,385.72	17.07	350	39.29	7.854	592	82.31
A	304	46,051,562.86	8.86	354	40.38	8.506	580	82.08
B	532	78,911,709.07	15.18	354	42.49	8.867	550	76.26
C	315	48,059,020.97	9.24	355	40.61	8.739	565	68.98
D	29	3,578,219.00	0.69	354	38.42	9.224	544	56.49
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Property Type

PROPERTY TYPE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Single Family Detached	2,733	$434,658,744.48	83.59	347	39.42	7.570	618	79.55
Two-to Four-Family	196	41,877,844.47	8.05	349	39.40	7.382	646	74.78
PUD Detached	79	12,818,164.52	2.47	352	41.31	7.894	607	82.05
Condominium	125	19,955,183.78	3.84	352	39.34	7.236	624	77.41
Manufactured Housing	59	6,714,004.41	1.29	341	37.50	7.223	625	72.28
PUD Attached	7	1,083,360.23	0.21	336	40.77	7.452	633	83.58
Single Family Attached	23	2,892,737.90	0.56	332	37.52	7.172	633	82.09
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Prepayment Charge Term

PREPAYMENT CHARGE TERM AT ORIGINATION (MOS.)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
0	730	$113,472,160.84	21.82	347	39.12	7.948	622	79.33
12	230	46,425,686.80	8.93	343	39.16	6.753	658	74.09
24	8	1,345,537.17	0.26	358	42.08	8.118	559	66.32
30	11	2,337,141.30	0.45	343	42.67	7.982	583	80.78
36	2,243	356,419,513.68	68.54	348	39.53	7.512	616	79.68
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Conforming Balance

CONFORMING BALANCE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Conforming	3,222	$520,000,039.79	100.00	348	39.43	7.543	621	79.08
Total:	**3,222**	**$520,000,039.79**	**100.00**	**348**	**39.43**	**7.543**	**621**	**79.08**

Maximum Mortgage Rates of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF MAXIMUM MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
11.000 - 11.499	9	$1,706,985.53	0.51	358	35.68	5.316	708	82.13
11.500 - 11.999	85	15,480,535.41	4.58	357	38.27	5.902	657	82.38
12.000 - 12.499	91	17,339,298.17	5.13	354	39.02	6.246	648	84.49
12.500 - 12.999	311	52,785,591.57	15.62	356	39.06	6.822	625	82.41
13.000 - 13.499	168	27,643,358.20	8.18	355	40.33	7.245	603	79.95
13.500 - 13.999	434	68,837,414.60	20.37	353	40.56	7.768	591	80.57
14.000 - 14.499	137	22,025,546.79	6.52	355	39.57	8.275	576	78.28
14.500 - 14.999	434	63,314,362.60	18.73	354	40.84	8.768	575	79.09
15.000 - 15.499	123	17,030,595.59	5.04	355	41.17	9.258	570	78.71
15.500 - 15.999	227	33,062,026.85	9.78	355	42.10	9.753	564	77.93
16.000 - 16.499	42	5,622,435.95	1.66	354	40.32	10.224	560	78.80
16.500 - 16.999	65	8,108,650.12	2.40	357	43.83	10.733	572	78.64
17.000 - 17.499	11	1,592,712.89	0.47	356	36.06	11.198	567	77.12
17.500 - 17.999	14	1,896,679.53	0.56	336	38.14	11.691	572	77.98
18.000 - 18.499	3	505,184.91	0.15	358	45.20	12.303	595	76.77
18.500 - 18.999	7	1,048,624.58	0.31	358	42.09	12.733	576	77.91
Total:	**2,161**	**$338,000,003.29**	**100.00**	**355**	**40.32**	**8.063**	**595**	**80.20**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Minimum Mortgage Rates of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF MINIMUM MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
5.000 - 5.499	9	$1,706,985.53	0.51	358	35.68	5.316	708	82.13
5.500 - 5.999	85	15,480,535.41	4.58	357	38.27	5.902	657	82.38
6.000 - 6.499	91	17,339,298.17	5.13	354	39.02	6.246	648	84.49
6.500 - 6.999	311	52,785,591.57	15.62	356	39.06	6.822	625	82.41
7.000 - 7.499	168	27,643,358.20	8.18	355	40.33	7.245	603	79.95
7.500 - 7.999	434	68,837,414.60	20.37	353	40.56	7.768	591	80.57
8.000 - 8.499	137	22,025,546.79	6.52	355	39.57	8.275	576	78.28
8.500 - 8.999	434	63,314,362.60	18.73	354	40.84	8.768	575	79.09
9.000 - 9.499	123	17,030,595.59	5.04	355	41.17	9.258	570	78.71
9.500 - 9.999	227	33,062,026.85	9.78	355	42.10	9.753	564	77.93
10.000 - 10.499	42	5,622,435.95	1.66	354	40.32	10.224	560	78.80
10.500 - 10.999	65	8,108,650.12	2.40	357	43.83	10.733	572	78.64
11.000 - 11.499	11	1,592,712.89	0.47	356	36.06	11.198	567	77.12
11.500 - 11.999	14	1,896,679.53	0.56	336	38.14	11.691	572	77.98
12.000 - 12.499	3	505,184.91	0.15	358	45.20	12.303	595	76.77
12.500 - 12.999	7	1,048,624.58	0.31	358	42.09	12.733	576	77.91
Total:	**2,161**	**$338,000,003.29**	**100.00**	**355**	**40.32**	**8.063**	**595**	**80.20**

Gross Margins of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF GROSS MARGINS (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
3.750 - 3.999	2	$209,554.19	0.06	358	29.08	6.990	697	88.77
4.000 - 4.249	2	273,507.00	0.08	358	46.26	6.559	668	83.56
4.250 - 4.499	1	83,333.01	0.02	358	3.00	5.990	774	89.78
4.500 - 4.749	6	798,461.59	0.24	358	41.72	5.890	738	89.83
4.750 - 4.999	55	9,682,313.79	2.86	353	34.22	6.471	721	87.73
5.000 - 5.249	88	15,323,223.99	4.53	352	41.87	6.716	687	86.93
5.250 - 5.499	69	11,338,332.28	3.35	354	40.98	7.013	666	85.52
5.500 - 5.749	123	21,996,515.15	6.51	357	38.88	7.146	646	83.59
5.750 - 5.999	205	33,393,338.44	9.88	355	40.02	7.249	625	83.82
6.000 - 6.249	630	98,115,632.23	29.03	353	39.46	7.907	591	82.66
6.250 - 6.499	249	37,120,409.17	10.98	356	40.65	8.650	575	82.43
6.500 - 6.749	488	72,891,146.39	21.57	355	42.11	8.876	549	75.59
6.750 - 6.999	243	36,774,236.06	10.88	357	40.70	8.941	562	68.47
Total:	**2,161**	**$338,000,003.29**	**100.00**	**355**	**40.32**	**8.063**	**595**	**80.20**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP I COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Next Adjustment Date of the Adjustable-Rate Loans

NEXT ADJUSTMENT DATE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
August 2005	2	$296,299.42	0.09	352	48.72	7.791	622	80.30
September 2005	180	28,490,822.42	8.43	351	41.28	8.868	591	76.86
October 2005	8	1,312,602.43	0.39	354	39.73	9.375	570	85.85
November 2005	83	12,634,868.60	3.74	351	40.30	8.873	588	81.93
December 2005	33	5,605,937.55	1.66	346	41.21	8.485	586	79.20
January 2006	176	28,295,508.06	8.37	353	40.22	7.965	609	82.83
February 2006	1,408	220,072,943.54	65.11	356	40.11	7.985	595	80.42
March 2006	271	41,291,021.27	12.22	356	40.68	7.649	592	78.94
Total:	**2,161**	**$338,000,003.29**	**100.00**	**355**	**40.32**	**8.063**	**595**	**80.20**

Initial Periodic Cap of the Adjustable-Rate Loans

INITIAL PERIODIC CAP (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
2.000	2,161	$338,000,003.29	100.00	355	40.32	8.063	595	80.20
Total:	**2,161**	**$338,000,003.29**	**100.00**	**355**	**40.32**	**8.063**	**595**	**80.20**

Periodic Cap of the Adjustable-Rate Loans

PERIODIC CAP (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
1.000	2,161	$338,000,003.29	100.00	355	40.32	8.063	595	80.20
Total:	**2,161**	**$338,000,003.29**	**100.00**	**355**	**40.32**	**8.063**	**595**	**80.20**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL

Collateral Summary

Statistics given below are for the Mortgage Loans in the pool as of the Collateral Selection Date. Balances and percentages are based on the Cut-Off Date scheduled balances of such Mortgage Loans (except in the case of Debt-to-Income and FICO, which are determined at origination).

	Summary Statistics	Range (if applicable)
Number of Mortgage Loans:	1,572	
Aggregate Current Principal Balance:	$279,999,969.26	$57,373.67 - $823,189.84
Average Current Principal Balance:	$178,117.03	
Aggregate Original Principal Balance:	$280,630,713.00	$60,000.00 - $825,000.00
Average Original Principal Balance:	$178,518.27	
Fully Amortizing Mortgage Loans:	100.00%	
1st Lien:	100.00%	
Wtd. Avg. Gross Coupon:	7.507%	5.250% - 13.050%
Wtd. Avg. Original Term (months):	352	120 - 360
Wtd. Avg. Remaining Term (months):	350	118 - 359
Wtd. Avg. Margin (ARM Loans Only):	6.033%	4.500% - 6.750%
Wtd. Avg. Maximum Mortgage Rate (ARM Loans Only):	14.003%	11.250% - 19.050%
Wtd. Avg. Minimum Mortgage Rate (ARM Loans Only):	8.003%	5.250% - 13.050%
Wtd. Avg. Original LTV:	76.81%	18.69% - 95.00%
Wtd. Avg. Borrower FICO:	620	500 - 808
Geographic Distribution (Top 5):	CA 30.63%	
	FL 9.84%	
	NY 9.69%	
	MA 6.40%	
	MI 4.90%	

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Collateral Type

COLLATERAL TYPE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
2-yr Fixed/Adjustable Rate	1,108	$181,999,640.16	65.00	355	39.88	8.003	595	78.24
Fixed Rate	464	98,000,329.10	35.00	341	37.79	6.585	667	74.15
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Principal Balances at Origination

RANGE OF PRINCIPAL BALANCES AT ORIGINATION ($)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF ORIGINATION	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF ORIGINATION	REMAINING TERM TO MATURITY (months)*	DEBT-TO-INCOME (%)*	GROSS COUPON (%)*	FICO*	OLTV (%)*
50,000.01 - 100,000.00	838	$59,307,557.00	21.13	339	37.04	8.636	596	72.27
100,000.01 - 150,000.00	161	19,677,615.00	7.01	346	39.83	8.267	577	77.22
150,000.01 - 200,000.00	121	21,246,409.00	7.57	350	39.22	7.680	595	79.24
200,000.01 - 250,000.00	78	17,363,878.00	6.19	353	41.98	8.062	581	79.71
250,000.01 - 300,000.00	36	9,874,920.00	3.52	354	39.60	7.788	587	81.55
300,000.01 - 350,000.00	53	17,760,438.00	6.33	352	40.21	7.229	618	84.06
350,000.01 - 400,000.00	78	29,065,850.00	10.36	350	41.10	7.311	631	79.74
400,000.01 - 450,000.00	57	24,285,167.00	8.65	353	41.43	6.786	648	83.47
450,000.01 - 500,000.00	35	16,674,199.00	5.94	347	36.51	6.889	654	75.25
500,000.01 - 550,000.00	53	27,847,491.00	9.92	355	39.16	6.784	655	77.69
550,000.01 - 600,000.00	53	31,091,889.00	11.08	358	38.98	6.623	644	72.85
600,000.01 - 650,000.00	2	1,240,300.00	0.44	358	41.86	5.627	722	62.44
650,000.01 - 700,000.00	2	1,360,000.00	0.48	358	30.47	5.624	699	40.25
700,000.01 - 750,000.00	3	2,250,000.00	0.80	358	28.00	5.713	712	54.40
750,000.01 - 800,000.00	1	760,000.00	0.27	358	37.00	5.500	776	63.33
800,000.01 - 850,000.00	1	825,000.00	0.29	358	50.00	5.500	785	63.46
Total:	**1,572**	**$280,630,713.00**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.506**	**620**	**76.81**

*Based on the original balances of the Mortgage Loans.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Principal Balance as of the Cut-Off Date

RANGE OF PRINCIPAL BALANCES AS OF THE CUT-OFF DATE ($)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
50,000.01 - 100,000.00	838	$59,162,040.99	21.13	340	37.04	8.636	596	72.27
100,000.01 - 150,000.00	161	19,638,873.50	7.01	346	39.83	8.267	577	77.22
150,000.01 - 200,000.00	121	21,202,938.63	7.57	350	39.22	7.680	595	79.24
200,000.01 - 250,000.00	78	17,330,018.77	6.19	353	41.98	8.062	581	79.71
250,000.01 - 300,000.00	36	9,857,404.61	3.52	354	39.60	7.788	587	81.54
300,000.01 - 350,000.00	55	18,415,688.00	6.58	352	40.49	7.237	619	84.28
350,000.01 - 400,000.00	76	28,294,532.21	10.11	350	40.94	7.308	630	79.49
400,000.01 - 450,000.00	57	24,227,307.65	8.65	353	41.43	6.786	648	83.47
450,000.01 - 500,000.00	35	16,626,631.96	5.94	347	36.51	6.889	654	75.25
500,000.01 - 550,000.00	54	28,340,337.00	10.12	356	39.37	6.823	652	77.56
550,000.01 - 600,000.00	52	30,483,448.07	10.89	358	38.78	6.585	646	72.88
600,000.01 - 650,000.00	2	1,237,642.36	0.44	358	41.86	5.627	722	62.44
650,000.01 - 700,000.00	2	1,357,084.02	0.48	358	30.47	5.624	699	40.25
700,000.01 - 750,000.00	3	2,244,499.20	0.80	358	28.00	5.713	712	54.40
750,000.01 - 800,000.00	1	758,332.45	0.27	358	37.00	5.500	776	63.33
800,000.01 - 850,000.00	1	823,189.84	0.29	358	50.00	5.500	785	63.46
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Remaining Term to Maturity

RANGE OF MONTHS REMAINING	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
61 - 120	7	$456,303.37	0.16	118	31.68	6.949	637	55.54
121 - 180	65	7,472,496.13	2.67	177	32.94	7.044	663	73.46
181 - 240	55	5,817,651.07	2.08	237	40.36	7.654	630	77.26
241 - 300	1	68,349.49	0.02	298	19.00	7.750	615	70.62
301 - 360	1,444	266,185,169.20	95.07	357	39.31	7.517	619	76.93
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Mortgage Rate

RANGE OF CURRENT MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
5.000 - 5.499	6	$2,651,045.69	0.95	358	40.87	5.293	728	73.20
5.500 - 5.999	192	63,205,537.62	22.57	349	37.29	5.724	699	75.67
6.000 - 6.499	73	20,748,536.66	7.41	345	38.55	6.191	641	80.45
6.500 - 6.999	171	38,501,073.65	13.75	349	38.50	6.760	639	80.29
7.000 - 7.499	73	13,793,719.30	4.93	354	40.12	7.270	593	76.51
7.500 - 7.999	284	49,588,161.80	17.71	349	39.39	7.740	589	76.12
8.000 - 8.499	89	14,653,531.42	5.23	352	41.10	8.232	584	75.99
8.500 - 8.999	258	32,235,063.43	11.51	352	40.35	8.750	577	76.30
9.000 - 9.499	82	8,546,364.57	3.05	352	41.58	9.256	559	74.92
9.500 - 9.999	168	19,573,771.98	6.99	351	39.97	9.758	565	76.16
10.000 - 10.499	41	4,021,180.17	1.44	346	36.60	10.311	552	72.90
10.500 - 10.999	81	7,449,901.17	2.66	346	41.94	10.738	562	75.40
11.000 - 11.499	23	1,897,246.47	0.68	352	39.94	11.252	563	78.12
11.500 - 11.999	19	2,154,857.13	0.77	357	40.58	11.787	555	72.46
12.000 - 12.499	7	541,176.28	0.19	357	44.96	12.233	595	75.88
12.500 - 12.999	4	274,941.48	0.10	355	43.18	12.625	552	75.03
13.000 - 13.499	1	163,860.44	0.06	355	47.00	13.050	573	85.00
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Original Loan-to-Value Ratios

RANGE OF ORIGINAL LOAN-TO-VALUE RATIOS (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
25.00 or less	10	$1,596,060.46	0.57	350	35.09	6.012	666	21.70
25.01 - 30.00	17	1,750,265.52	0.63	321	37.66	7.872	592	27.92
30.01 - 35.00	12	858,862.11	0.31	301	37.59	8.727	574	32.52
35.01 - 40.00	22	4,478,337.58	1.60	331	34.92	6.836	623	37.98
40.01 - 45.00	19	3,132,800.59	1.12	341	34.01	7.775	616	42.25
45.01 - 50.00	52	6,730,955.43	2.40	344	33.78	6.989	635	48.29
50.01 - 55.00	41	6,737,351.38	2.41	353	37.63	7.521	617	52.90
55.01 - 60.00	64	7,694,888.85	2.75	346	34.79	7.661	592	58.11
60.01 - 65.00	92	16,378,809.65	5.85	354	38.65	7.421	624	62.80
65.01 - 70.00	112	19,119,105.71	6.83	353	40.47	7.517	609	67.88
70.01 - 75.00	290	42,789,864.19	15.28	353	39.71	8.224	582	73.66
75.01 - 80.00	177	32,151,096.94	11.48	345	36.43	7.772	618	78.65
80.01 - 85.00	257	47,906,644.91	17.11	355	40.27	7.739	607	83.60
85.01 - 90.00	348	77,601,550.76	27.71	350	40.60	7.121	643	89.00
90.01 - 95.00	59	11,073,375.18	3.95	335	39.58	6.222	705	94.38
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

FICO Score at Origination

RANGE OF FICO SCORES	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
500 - 519	96	$13,698,679.70	4.89	351	42.48	8.729	511	68.09
520 - 539	199	25,588,312.72	9.14	353	40.79	8.847	531	71.13
540 - 559	191	24,735,703.36	8.83	353	39.73	9.018	549	74.55
560 - 579	195	31,118,884.24	11.11	354	38.72	8.208	569	76.07
580 - 599	196	29,465,384.43	10.52	351	40.37	8.119	589	79.18
600 - 619	132	21,928,683.54	7.83	352	36.93	7.588	610	77.95
620 - 639	137	28,073,379.25	10.03	349	39.61	7.310	631	81.00
640 - 659	111	23,226,696.12	8.30	353	40.65	6.715	650	77.38
660 - 679	93	23,461,010.18	8.38	340	37.06	6.527	672	78.47
680 - 699	67	14,984,273.98	5.35	349	36.23	6.397	690	81.31
700 - 719	52	13,998,775.44	5.00	347	41.93	6.184	706	81.04
720 - 739	32	9,746,912.10	3.48	349	35.39	5.902	732	69.71
740 - 759	40	9,594,671.92	3.43	350	38.72	5.949	747	82.81
760 - 779	23	7,660,186.33	2.74	338	37.71	5.870	770	74.59
780 - 799	7	2,643,485.08	0.94	322	32.01	5.676	786	70.26
800 or greater	1	74,930.87	0.03	359	45.00	6.400	808	48.73
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Debt-to-Income Ratio

RANGE OF DEBT-TO-INCOME RATIOS	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
20.00 or less	126	$19,977,185.94	7.13	345	14.35	7.371	616	74.13
20.01 - 25.00	99	15,172,766.70	5.42	335	22.88	7.505	628	74.24
25.01 - 30.00	150	21,754,919.65	7.77	349	27.94	7.472	619	69.67
30.01 - 35.00	180	33,179,026.99	11.85	351	33.08	7.075	647	75.64
35.01 - 40.00	230	38,883,559.87	13.89	354	37.97	7.500	621	78.83
40.01 - 45.00	285	52,035,898.15	18.58	346	42.99	7.561	623	77.43
45.01 - 50.00	355	73,585,341.55	26.28	352	48.34	7.405	622	79.83
50.01 - 55.00	147	25,411,270.41	9.08	355	53.21	8.400	574	74.97
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Geographic Distribution

STATE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
California	260	$85,769,639.32	30.63	355	39.55	6.747	639	76.76
Florida	250	27,565,200.30	9.84	347	38.21	7.811	608	76.99
New York	84	27,124,656.84	9.69	354	41.80	7.594	622	74.16
Massachusetts	62	17,930,596.70	6.40	354	42.56	7.458	622	75.91
Michigan	109	13,727,200.29	4.90	340	35.27	7.724	609	78.13
Maryland	45	10,714,818.41	3.83	356	37.45	7.184	617	78.11
Pennsylvania	64	9,035,539.47	3.23	342	39.41	7.546	611	79.54
Texas	73	8,436,477.54	3.01	338	35.85	8.700	595	75.79
Illinois	56	7,941,118.86	2.84	356	36.97	7.950	621	74.88
Minnesota	38	6,379,978.11	2.28	343	40.12	7.564	617	78.86
Connecticut	27	5,619,066.16	2.01	342	40.88	7.124	640	75.79
Missouri	45	5,493,616.35	1.96	342	41.03	8.359	593	79.72
Washington	25	5,363,996.96	1.92	349	30.86	7.557	650	81.22
Wisconsin	39	4,904,450.72	1.75	352	38.81	8.450	618	76.18
Indiana	39	3,706,499.58	1.32	340	34.50	8.329	582	76.63
Georgia	28	3,692,845.30	1.32	352	43.36	8.783	575	78.93
Alabama	39	3,619,043.59	1.29	337	42.25	8.716	609	77.34
Colorado	17	3,278,860.63	1.17	347	46.50	7.038	668	78.52
Rhode Island	16	2,946,427.13	1.05	352	41.90	8.053	592	73.17
Tennessee	31	2,809,193.59	1.00	330	36.86	8.679	590	76.40
Louisiana	26	2,025,420.50	0.72	335	35.46	8.720	581	81.35
New Jersey	11	2,014,122.87	0.72	343	38.29	8.845	601	79.50
Arizona	17	1,702,746.32	0.61	351	38.44	7.945	607	81.60
Mississippi	22	1,683,392.33	0.60	332	39.48	8.527	581	81.45
Nebraska	14	1,581,942.25	0.56	352	33.06	7.693	615	71.19
Iowa	17	1,452,739.60	0.52	353	32.55	8.327	591	80.03
Nevada	4	1,355,552.44	0.48	358	47.46	7.745	619	84.49
Oklahoma	19	1,318,395.25	0.47	334	38.37	8.999	601	77.82
Maine	14	1,287,292.34	0.46	342	31.82	7.695	591	68.82
North Carolina	15	1,262,591.66	0.45	290	33.85	9.201	624	79.52
Hawaii	5	1,075,130.61	0.38	358	43.11	7.148	621	70.91
New Hampshire	8	999,611.62	0.36	357	38.42	9.126	573	71.89
South Carolina	6	840,175.64	0.30	340	40.82	7.347	608	78.15
Delaware	4	810,839.00	0.29	358	38.81	7.425	543	53.42
Kansas	9	766,011.41	0.27	357	37.81	9.047	573	75.40
Oregon	7	748,102.66	0.27	358	33.08	8.060	596	74.92
Vermont	2	682,049.59	0.24	357	34.23	6.083	637	71.75
Ohio	9	679,284.40	0.24	326	38.44	8.154	615	77.02
Idaho	2	483,460.59	0.17	357	49.64	9.711	609	89.53
New Mexico	3	261,341.38	0.09	354	29.84	10.035	535	76.06
Wyoming	2	216,659.08	0.08	358	40.52	7.236	627	91.59
Arkansas	3	214,004.38	0.08	358	33.29	10.317	601	78.71
Kentucky	3	208,062.60	0.07	304	19.91	8.779	583	84.58
Utah	1	138,508.76	0.05	357	27.00	8.750	563	75.00
South Dakota	1	69,629.40	0.02	353	43.00	7.500	644	79.55
Montana	1	63,676.73	0.02	239	33.00	5.750	752	69.37
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Occupancy Status

OCCUPATION STATUS*	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Owner Occupied	1,485	$265,538,065.81	94.84	350	39.47	7.526	618	76.99
Non-Owner Occupied	61	9,689,521.72	3.46	344	29.86	7.183	665	75.31
Second Home	26	4,772,381.73	1.70	355	40.00	7.073	650	69.99
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

*Based on mortgagor representation at origination.

Documentation Type

INCOME DOCUMENTATION	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Full Documentation	1,047	$185,317,742.43	66.18	348	39.05	7.374	622	77.01
Stated Documentation	324	54,653,356.20	19.52	354	40.34	7.902	621	75.24
Limited Documentation	201	40,028,870.63	14.30	350	37.97	7.581	613	78.02
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Loan Purpose

PURPOSE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Refinance-Debt Consolidation Cash Out**	1,442	$254,585,334.65	90.92	350	39.08	7.564	617	76.77
Purchase	6	883,037.29	0.32	343	44.55	7.274	633	81.40
Refinance-Debt Consolidation No Cash Out***	124	24,531,597.32	8.76	349	39.64	6.923	656	77.02
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

** Cash proceeds to the borrower inclusive of debt consolidation payments exceed 2% or $2,000 of the original principal balance of the related loan. Also includes all home equity loans originated in Texas with any cash proceeds.

*** Cash proceeds to the borrower inclusive of debt consolidation payments do not exceed 2% or $2,000 of the original principal balance of the related loan. Excludes home equity loans originated in Texas with any cash proceeds.

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Credit Grade

RISK CATEGORY	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
8A	107	$31,216,247.28	11.15	344	36.50	5.794	748	74.70
7A	101	23,765,277.14	8.49	347	39.87	6.304	697	82.49
6A	83	21,914,042.51	7.83	342	37.03	6.454	672	78.26
5A	86	19,929,236.83	7.12	351	40.66	6.476	651	76.96
4A	98	21,545,851.50	7.69	352	39.55	7.048	633	81.55
3A	85	15,843,457.43	5.66	352	36.35	7.033	622	78.82
2A	299	50,409,612.71	18.00	351	39.70	7.794	593	79.53
A	134	20,406,440.34	7.29	350	37.71	8.757	576	79.93
B	308	41,340,265.22	14.76	354	41.50	8.914	548	73.83
C	249	31,676,250.35	11.31	352	39.93	8.799	545	68.20
D	22	1,953,287.95	0.70	335	37.52	9.525	539	54.89
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Property Type

PROPERTY TYPE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Single Family Detached	1,344	$238,494,931.77	85.18	350	39.10	7.543	619	76.79
Two-to Four-Family	58	13,935,473.14	4.98	354	39.77	7.189	638	73.01
PUD Detached	44	12,785,124.57	4.57	349	41.79	7.114	618	80.99
Condominium	56	9,399,668.13	3.36	343	36.96	7.320	630	81.24
Manufactured/Mobile Home	54	4,080,683.14	1.46	336	36.00	7.847	620	67.13
Single Family Attached	13	1,021,029.77	0.36	347	39.75	8.587	588	78.10
PUD Attached	3	283,058.74	0.10	357	45.08	8.003	589	74.72
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Prepayment Charge Term

PREPAYMENT CHARGE TERM AT ORIGINATION (MOS.)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
0	437	$79,036,786.74	28.23	353	38.71	8.028	614	75.41
12	59	18,635,695.26	6.66	355	41.42	6.925	639	76.66
24	7	2,568,568.01	0.92	349	40.66	6.909	636	78.03
30	4	1,434,640.80	0.51	316	40.92	6.337	678	85.86
36	1,065	178,324,278.45	63.69	348	39.07	7.354	621	77.36
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Conforming Balance

CONFORMING BALANCE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
Conforming	1,251	$132,631,405.84	47.37	346	38.82	8.233	592	76.27
Non-Conforming	321	147,368,563.42	52.63	353	39.44	6.853	646	77.30
Total:	**1,572**	**$279,999,969.26**	**100.00**	**350**	**39.15**	**7.507**	**620**	**76.81**

Maximum Mortgage Rates of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF MAXIMUM MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
11.000 - 11.499	6	$2,651,045.69	1.46	358	40.87	5.293	728	73.20
11.500 - 11.999	38	13,668,049.69	7.51	358	38.22	5.817	654	78.03
12.000 - 12.499	32	10,902,860.49	5.99	354	42.10	6.204	625	81.83
12.500 - 12.999	99	25,281,216.25	13.89	355	38.51	6.761	633	82.29
13.000 - 13.499	63	12,111,562.10	6.65	356	39.54	7.277	586	77.28
13.500 - 13.999	212	36,088,189.86	19.83	353	39.41	7.741	586	78.44
14.000 - 14.499	70	12,983,009.36	7.13	356	41.16	8.232	586	77.19
14.500 - 14.999	223	29,168,373.90	16.03	354	40.53	8.753	576	77.04
15.000 - 15.499	72	7,596,202.18	4.17	355	41.01	9.254	560	76.10
15.500 - 15.999	147	17,475,996.64	9.60	355	39.73	9.760	565	77.56
16.000 - 16.499	31	3,123,051.86	1.72	356	36.20	10.309	549	74.75
16.500 - 16.999	71	6,759,590.37	3.71	353	42.74	10.736	562	75.26
17.000 - 17.499	19	1,457,714.57	0.80	351	37.57	11.222	571	78.30
17.500 - 17.999	17	2,029,470.67	1.12	357	40.03	11.779	547	71.86
18.000 - 18.499	5	403,612.08	0.22	357	48.66	12.258	569	74.62
18.500 - 18.999	2	135,834.01	0.07	356	37.69	12.596	553	75.44
19.000 - 19.499	1	163,860.44	0.09	355	47.00	13.050	573	85.00
Total:	**1,108**	**$181,999,640.16**	**100.00**	**355**	**39.88**	**8.003**	**595**	**78.24**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Minimum Mortgage Rates of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF MINIMUM MORTGAGE RATES (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
5.000 - 5.499	6	$2,651,045.69	1.46	358	40.87	5.293	728	73.20
5.500 - 5.999	38	13,668,049.69	7.51	358	38.22	5.817	654	78.03
6.000 - 6.499	32	10,902,860.49	5.99	354	42.10	6.204	625	81.83
6.500 - 6.999	99	25,281,216.25	13.89	355	38.51	6.761	633	82.29
7.000 - 7.499	63	12,111,562.10	6.65	356	39.54	7.277	586	77.28
7.500 - 7.999	212	36,088,189.86	19.83	353	39.41	7.741	586	78.44
8.000 - 8.499	70	12,983,009.36	7.13	356	41.16	8.232	586	77.19
8.500 - 8.999	223	29,168,373.90	16.03	354	40.53	8.753	576	77.04
9.000 - 9.499	72	7,596,202.18	4.17	355	41.01	9.254	560	76.10
9.500 - 9.999	147	17,475,996.64	9.60	355	39.73	9.760	565	77.56
10.000 - 10.499	31	3,123,051.86	1.72	356	36.20	10.309	549	74.75
10.500 - 10.999	71	6,759,590.37	3.71	353	42.74	10.736	562	75.26
11.000 - 11.499	19	1,457,714.57	0.80	351	37.57	11.222	571	78.30
11.500 - 11.999	17	2,029,470.67	1.12	357	40.03	11.779	547	71.86
12.000 - 12.499	5	403,612.08	0.22	357	48.66	12.258	569	74.62
12.500 - 12.999	2	135,834.01	0.07	356	37.69	12.596	553	75.44
13.000 - 13.499	1	163,860.44	0.09	355	47.00	13.050	573	85.00
Total:	**1,108**	**$181,999,640.16**	**100.00**	**355**	**39.88**	**8.003**	**595**	**78.24**

Gross Margins of the Adjustable-Rate Loans

RANGE OF GROSS MARGINS (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
4.500 - 4.749	1	$588,742.65	0.32	357	36.00	7.750	576	78.67
4.750 - 4.999	23	7,493,489.03	4.12	357	38.47	6.267	727	79.99
5.000 - 5.249	40	8,751,269.78	4.81	353	35.59	7.127	687	83.68
5.250 - 5.499	30	8,213,903.11	4.51	351	36.92	6.717	668	79.53
5.500 - 5.749	51	11,284,511.88	6.20	356	42.33	6.560	647	79.45
5.750 - 5.999	82	17,327,622.65	9.52	352	41.30	7.277	622	83.05
6.000 - 6.249	315	53,911,147.24	29.62	355	40.08	7.812	594	80.66
6.250 - 6.499	123	18,370,057.03	10.09	356	38.84	8.861	573	78.99
6.500 - 6.749	242	30,368,691.77	16.69	355	40.84	9.070	545	75.84
6.750 - 6.999	201	25,690,205.02	14.12	354	39.91	8.872	539	68.89
Total:	**1,108**	**$181,999,640.16**	**100.00**	**355**	**39.88**	**8.003**	**595**	**78.24**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

DESCRIPTION OF THE GROUP II COLLATERAL SELECTION DATE MORTGAGE LOANS

Next Adjustment Date of the Adjustable-Rate Loans

NEXT ADJUSTMENT DATE	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
September 2005	99	$13,112,679.46	7.20	351	38.22	9.235	572	75.63
October 2005	3	850,449.31	0.47	354	47.38	7.104	677	88.83
November 2005	46	6,438,345.53	3.54	352	43.24	9.440	566	81.00
December 2005	19	2,935,856.27	1.61	349	35.23	8.419	597	78.31
January 2006	100	21,439,154.09	11.78	353	39.92	8.024	618	81.34
February 2006	714	118,601,650.87	65.17	356	39.99	7.847	595	78.02
March 2006	127	18,621,504.63	10.23	353	39.50	7.579	590	76.45
Total:	**1,108**	**$181,999,640.16**	**100.00**	**355**	**39.88**	**8.003**	**595**	**78.24**

Initial Periodic Cap of the Adjustable-Rate Loans

INITIAL PERIODIC CAP (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
2.000	1,108	$181,999,640.16	100.00	355	39.88	8.003	595	78.24
Total:	**1,108**	**$181,999,640.16**	**100.00**	**355**	**39.88**	**8.003**	**595**	**78.24**

Periodic Cap of the Adjustable-Rate Loans

PERIODIC CAP (%)	NUMBER OF MORTGAGE LOANS	PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	% OF PRINCIPAL BALANCE AS OF THE CUT-OFF DATE	REMAINING TERM TO MATURITY (months)	DEBT-TO-INCOME (%)	GROSS COUPON (%)	FICO	OLTV (%)
1.000	1,108	$181,999,640.16	100.00	355	39.88	8.003	595	78.24
Total:	**1,108**	**$181,999,640.16**	**100.00**	**355**	**39.88**	**8.003**	**595**	**78.24**

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.

FOR ADDITIONAL INFORMATION PLEASE CALL:

Banc of America Securities, LLC

Mortgage Trading/Syndicate	Tel: (704) 388-1597
Rob Karr	robert.h.karr@bankofamerica.com
Patrick Beranek	patrick.beranek@bankofamerica.com
Chris Springer	chris.springer@bankofamerica.com
Global ABS Group (Finance)	
Dan Stercay	Tel: (704) 388-8686 daniel.j.stercay@bankofamerica.com
Kirk Meyers	Tel: (704) 388-3148 kirk.b.meyers@bankofamerica.com
Shaun Ahmad	Tel: (704) 387-2658 shaun.ahmad@bankofamerica.com
Jorge Panduro	Tel: (704) 386-0902 jorge.a.panduro@bankofamerica.com
Global ABS Group (Analytics)	
Michael Tri	Tel: (704) 388-8786 michael.l.tri@bankofamerica.com
Niki Hogue	Tel: (704) 387-1853 nikole.hogue@bankofamerica.com

Rating Agency Contacts

Standard & Poor's	
David Howard	(212) 438-2465
Moody's	
Taruna Reddy	(212) 553-3605
Fitch	
Quincy Tang	(212) 908-0693

Banc of America Securities LLC Greenwich Capital Markets, Inc.

This Structural Term Sheet, Collateral Term Sheet, or Computational Materials, as appropriate (the "material"), is for your private information and Banc of America Securities LLC and Greenwich Capital Markets, Inc.(the "Underwriters") are not soliciting any action based upon it. This material is not to be construed as an offer to sell or the solicitation of any offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This material is based on information that the Underwriters consider reliable, but the Underwriters do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. By accepting this material the recipient agrees that it will not distribute or provide the material to any other person. The information contained in this material may pertain to securities that ultimately are not sold. The information contained in this material may be based on assumptions regarding market conditions and other matters as reflected herein. The Underwriters make no representation regarding the reasonableness of such assumptions or the likelihood that any of such assumptions will coincide with actual market conditions or events, and this material should not be relied upon for such purposes. The Underwriters and their affiliates, officers, directors, partners and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this material may, from time to time, have long or short positions in, and buy and sell, the securities mentioned herein or derivatives thereof (including options). This material may be filed with the Securities and Exchange Commission (the "SEC") and incorporated by reference into an effective registration statement previously filed with the SEC under Rule 415 of the Securities Act of 1933, including all cases where the material does not pertain to securities that are ultimately offered for sale pursuant to such registration statement. Information contained in this material is current as of the date appearing on this material only. Information in this material regarding any assets backing any securities discussed herein supersedes all prior information regarding such assets. Any information in the material, whether regarding the assets backing any securities discussed herein or otherwise, will be superseded by the information contained in any final prospectus for any securities actually sold to you. This material is furnished solely by the Underwriters and not by the issuer of the securities. The issuer of the securities has not prepared, reviewed or participated in the preparation of this material, is not responsible for the accuracy of this material and has not authorized the dissemination of this material. The Underwriters are acting as underwriter and not acting as agent for the issuer in connection with the proposed transaction.