
Dispositifs de défiance et fluidité des échanges sur les marchés financiers de gré à gré

Suspicion and the fluidity of mutual agreements on financial markets

David Martin



Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/sdt/32741>

DOI : 10.4000/sdt.32741

ISSN : 1777-5701

Éditeur

Association pour le développement de la sociologie du travail

Édition imprimée

Date de publication : 1 janvier 2002

Pagination : 55-74

ISSN : 0038-0296

Ce document vous est offert par Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE



Référence électronique

David Martin, « Dispositifs de défiance et fluidité des échanges sur les marchés financiers de gré à gré », *Sociologie du travail* [En ligne], Vol. 44 - n° 1 | Janvier-Mars 2002, mis en ligne le 19 mars 2002, consulté le 20 juillet 2022. URL : <http://journals.openedition.org/sdt/32741> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/sdt.32741>

Ce document a été généré automatiquement le 29 septembre 2020.



Creative Commons - Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International
- CC BY-NC-ND 4.0

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

Dispositifs de défiance et fluidité des échanges sur les marchés financiers de gré à gré

Suspicion and the fluidity of mutual agreements on financial markets

David Martin

- 1 Ce texte a pour objectif de montrer d'une part l'utilité des catégories de la sociologie des professions pour aider à comprendre le fonctionnement des marchés, et de revisiter d'autre part la question de la *confiance*, dont nous acceptons le caractère heuristique comme problématique mais rejetons la valeur explicative comme concept.
- 2 Notre analyse se fonde d'abord sur un travail d'observation mené dans quatre salles de marchés, auprès de différents types de négociateurs opérant sur des marchés de gré à gré d'un éventail assez large de produits (*asset-swap*, devises, obligations convertibles, obligations) au cours de l'année 1999 ; elle s'appuie aussi sur une série d'entretiens avec ces mêmes opérateurs de *front-office*, mais aussi avec quelques collaborateurs de *middle-* (analystes financiers par exemple) et de *back-office*, ou encore des représentants d'associations professionnelles. Ce travail s'est enfin accompagné d'une exploration des diverses publications, notamment à caractère professionnel, ayant des visées informatives ou un statut réglementaire.
- 3 Les transactions sur un marché financier de gré à gré consistent souvent en un échange de paroles en grande partie sibyllines qui s'opère à travers des lignes téléphoniques. La fluidité et l'instantanéité relatives avec laquelle sont négociés (et seront effectivement échangés) des contrats financiers d'un équivalent numéraire de plusieurs millions d'euros frappent l'observateur profane, et amènent à s'interroger sur les conditions de possibilités d'une telle efficacité langagière. Nous renvoyons le lecteur à l'encadré 1, qui reproduit un exemple de transaction, pour qu'il puisse apprécier le caractère performatif de quelques paroles échangées en quelques secondes et qui, clôturées par un « c'est fait », prennent valeur d'engagement ferme.

- 4 Ces transactions relèvent pour l'observateur de ce que Lucien Karpik (Karpik, 1996) nomme des « contrats fragiles » ou des « engagements réciproques problématiques » : en d'autres termes, l'échange verbal qui les soutient ne permet pas de retracer les caractéristiques d'un contrat complet et donc exécutoire. En effet, qu'en est-il par exemple des modalités et des délais de livraison ou tout simplement des caractéristiques exactes du produit financier traité : prix, volume, nature du produit... ? Et, partant, qu'en est-il de l'opportunisme potentiel qui consisterait pour l'un des opérateurs à nier cet engagement oral pour peu que l'évolution du marché rende sa réalisation peu favorable ?

Encadré 1 : Une transaction sur un marché de gré à gré (l'asset-swap)

Un jour, sur le marché de l'asset-swap de gré à gré (sur lequel s'échangent des produits obligataires avec contrat d'échange de paiements de taux), du bureau d'un commercial (sales) d'une salle de marchés de la Banque A :

Philippe est à son « desk », plusieurs écrans devant lui, puis une « boîte » sous ses écrans avec un combiné téléphonique et deux rangées de touches signalées chacune par un nom ou un sigle, et de part et d'autre des petits haut-parleurs. De ces derniers jaillissent :

« J'ai du 10 millions euros Aérospatiale à 105-30. »

Philippe prend quelques notes et consulte son écran, puis, moins d'une minute plus tard, décroche son téléphone, appuie sur une touche :

« Patrick ? Philippe de la Banque A, on a 10 millions d'Aérospatiale, février 2003, je te les propose à Euribor plus 20 BP ; c'est du A -...

- Ouais, ça m'intéresse bien. On peut voir...

- Ouais, listée : c'est très liquide.

- Je regarde ma ligne, une minute... C'est bon. Je suis preneur. »

Philippe interrompt la conversation, appuie sur un autre bouton et s'approche du micro :

« 10 millions Aérospatiale à 105-30 : *mine* !

- OK, yours. »

Et immédiatement, appuyant sur un autre bouton, toujours dans le micro :

« Marc ? Tu me topes un swap avec ASSUR : Aérospatiale Février 2003 à 105-30, contre Euribor plus 20. »

Puis reprenant le téléphone :

« OK, c'est fait (?)

- C'est fait. »

- 5 Sur des marchés, où les dispositions au calcul et à la stratégie sont doublement encouragées par les formations qu'ont suivi les intervenants et par leurs conditions d'emploi, les salaires des opérateurs étant en grande partie indexés sur le profit que leurs propres opérations apportent à la société « prestataire de services d'investissement¹ » pour laquelle ils travaillent, il nous semble que la problématique de l'imperfection des marchés, chère aux théories de l'agence (Pratt et Zeckhauser, 1985) fondées sur l'hypothèse de comportements rationnels a priori, est pertinente. En effet, le risque que nous évoquons n'est pas seulement un risque a priori. Il constitue un risque fondé sur le fait que les caractéristiques et la position des acteurs qui nous intéressent justifient de privilégier l'hypothèse de comportements intéressés et

calculateurs dans leur travail de négociation, et de ce fait, justifient également de ne pas accepter la confiance comme catégorie refuge (Williamson, 1993) pour rendre compte de l'exécution d'un contrat fragile entre ces deux négociateurs mandatés². Ces opérateurs, dits de *front-office*, sont seuls habilités à intervenir sur le marché ; c'est sur eux que repose la décision effective de l'achat et/ou de la vente des titres, alors qu'ils ne négocient pas à titre personnel.

- 6 Notre démarche va consister en une explicitation progressive des présupposés d'une transaction. Il s'agira de reprendre les différentes dimensions de l'incertitude qui entoure une telle transaction, et de déterminer à quoi se fient nos opérateurs pour les conjurer. Nous insisterons dans cet article sur les dispositifs extérieurs aux individus, qui les arrachent en quelque sorte à leur solitude pour les aider à surmonter au moins certaines des apories de l'incomplétude du contrat. Nous verrons alors que les différentes dimensions de la professionnalisation du travail d'intermédiation permettent de classer les dispositifs institutionnels et techniques que nous aurons identifiés : ceci permettra de souligner ce que la *liquidité* des marchés doit à la bureaucratie et à l'organisation. Enfin, nous reviendrons sur la question de la confiance en soulignant son caractère dialectique, afin de montrer que le sociologue gagnerait parfois à ne jamais la dissocier de sa sœur ennemie, la défiance.

1. Les conditions de possibilité d'une transaction

- 7 Pour clarifier l'exposé, c'est-à-dire pour mieux distinguer les différentes dimensions de l'incertitude qui entoure des transactions que les négociateurs proclament pourtant closes, nous considérerons que ces dernières peuvent être décrites selon trois moments logiques successifs : la négociation (démarchage, échange d'arguments, c'est-à-dire d'une façon plus générale rencontre et / ou constitution discursive d'une offre et d'une demande), la transaction au sens strict (à savoir le moment de la formulation du contrat d'échange et d'un engagement), et enfin le dénouement (qui correspond sur les marchés financiers au processus dit de règlement / livraison). Bien entendu, cette distinction analytique ne renvoie pas à des moments strictement isolables d'un point de vue chronologique. Même si cela peut paraître contre-intuitif au premier abord, il sera pratique d'inverser la présentation des trois moments que nous venons d'énoncer.

1.1. Le dénouement ou la performation du « c'est fait »

- 8 Il n'est pas évident de voir de tout temps et sur tous les marchés aboutir des échanges ayant donné lieu à un accord de principe. Qu'est-ce qui assure la bonne fin des opérations sur les marchés de gré à gré, et par là la confiance du négociateur qui semble personnellement la garantir à son cocontractant ? L'expression « c'est fait ! » qui vient conclure la transaction – orale – retranscrite dans l'encadré 1, est emblématique de l'engagement irrévocable pris par les négociateurs. « Quand c'est fait, c'est fait ! » commentait encore une vendeuse lors d'un entretien pour arguer du fait que son métier était un métier de « parole ». Or précisément, à ce stade de la transaction, rien n'est tout à fait « fait » ! Et les conditions d'une parole tenue ne relèvent plus que très partiellement des opérateurs qui s'engagent sur le *front-office*, mais essentiellement d'une organisation très développée, en amont et en aval, de la réalisation de cet engagement verbal.

- 9 En amont d'abord, des garanties sont données sur le caractère solvable des intervenants sur les marchés par différents dispositifs réglementaires et par des services internes à chaque maison qui prédéfinissent dans quelle mesure leurs opérateurs sont autorisés à s'engager vis-à-vis de telle contrepartie. Or, l'incertitude sur le caractère solvable du cocontractant et l'aléa moral portant sur la livraison effective de la marchandise constituent deux éléments essentiels qui contribuent à créer des situations d'information imparfaite (ou asymétrique) susceptibles de rendre des contrats non exécutoires, du moins tant qu'aucun dispositif particulier ne vient prévenir les vices pesant sur le contrat *ex ante* (solvabilité) et *ex post* (respect de l'engagement). Aussi, parmi les conditions d'accès à la négociation sur les marchés des prestataires de services d'investissement, trouve-t-on des normes financières d'agrément. Celles-ci portent sur la liquidité et sur la solvabilité des institutions habilitées à l'intervention, avec des ratios définis selon les types de métiers exercés : elles sont par exemple moins exigeantes pour des prestataires qui interviennent comme intermédiaires purs sans s'interposer comme contrepartie (c'est le cas des courtiers dits « non du croire ») que pour ceux qui négocient pour leur compte sur des volumes importants. Ces normes sont définies par le CMF (Conseil des marchés financiers), autorité administrative indépendante, qui constitue une autorité professionnelle supérieure chargée de réglementer et de contrôler les marchés y compris (en partie) ceux de gré à gré.
- 10 Par ailleurs, des garanties en amont sont données aux opérateurs par différents services au sein de la salle de marché qui vont faire des analyses sur les risques des contreparties, et surveiller les engagements de leurs propres opérateurs. Des lignes de crédit pour chaque contrepartie sont octroyées aux opérateurs qui négocient des produits spécifiques. Vécus parfois comme contraignants par les intervenants du *front-office*, limités dans leurs marges de manœuvre alors même que leur intérêt consiste souvent à « faire du volume », ces dispositifs d'encadrement des engagements autorisés constituent cependant une garantie quant à la solvabilité de leurs interlocuteurs ou, du moins, les déresponsabilisent vis-à-vis de leur propre maison par rapport à certains engagements. Le suivi de l'ensemble des engagements des différents opérateurs peut être fait grâce à un traçage exhaustif de toutes les transactions qu'ils effectuent ; ces transactions sont en effet systématiquement horodatées au niveau des services de *back-office* avec qui collaborent les contrôleurs de risques. C'est d'ailleurs suite à des défaillances dans ce suivi des transactions et suite aux contournements de tels mécanismes de contrôle que le fameux opérateur employé par la banque anglaise Barings a pu s'engager dans des opérations très risquées pour des montants d'une importance telle qu'elles furent à même de mettre en péril l'ensemble de la banque. Les services de *back-office* constituent ainsi un maillon clé pour la réalisation effective des transactions une fois conclus les engagements oraux en *front-office*.
- 11 En aval donc et surtout, ces services de *back-office* prennent en charge, en liaison avec tout un système informatique de Place, le processus de règlement-livraison des titres négociés. Ils donnent ainsi une consistance au « c'est fait ». Repartons par exemple de la transaction relatée (encadré 1). À la suite de la scène décrite, Philippe envoie un fax de confirmation à la contrepartie avec qui il vient de traiter. Il avertit également le *back-office* de sa maison de la transaction réalisée. Il recevra lui-même du service d'enregistrement de sa contrepartie une confirmation, après que ce même service ait vérifié la concordance entre les termes du contrat énoncés dans le fax envoyé par

Philippe et ceux annoncés par son propre opérateur (Patrick). Les opérateurs reçoivent ces confirmations³ à titre informatif et facultatif (même si cette pratique semble généralisée), mais le vrai travail d'enregistrement revient aux *back-offices*. Au-delà de ce cas particulier, les ordres transmis à une société de bourse, comme à toute autre entreprise d'investissement, doivent d'une manière générale être horodatés lors de leur réception, et la plupart des clients institutionnels demandent à leur société de bourse ou à leurs intermédiaires de leur confirmer le jour même les ordres exécutés chaque jour.

- 12 Le travail consistant à traiter le règlement et la livraison de titres s'appelle la « compensation », et constitue un des métiers des entreprises d'investissement : toutes les sociétés de bourses ne font pas de la compensation ; mais tout intervenant sur les marchés financiers y compris de gré à gré doit posséder un compte dans une société habilitée à la compensation. La gestion de ces comptes est assistée par divers dispositifs informatiques de Place. Pour les marchés organisés et réglementés, le système Relit (règlements-livraisons de titres) a démarré à la fin de l'année 1990. Il s'est imposé suite à des contre-performances en matière de dénouement des opérations de la place financière de Paris. Un volume considérable de suspens⁴ non dénoués à temps s'était par exemple fait jour depuis le milieu des années 1980, rendant impératif le renforcement de la « rapidité » et la « sécurité » de modes de règlement-livraison jugés très archaïques, notamment par certains investisseurs étrangers qui, de ce fait, s'écartaient volontairement des marchés parisiens (Desbarrières, 1998). Le nouveau dispositif n'a pas concerné immédiatement les opérations réalisées sur des marchés non réglementés qui nous intéressent particulièrement ici. La Banque centrale européenne a imposé des normes pour répondre à la nécessité d'une sécurisation du dénouement des opérations sur titres obligataires dont les volumes ont fortement augmenté. C'est Sicovam SA, le dépositaire central français, qui a développé un nouveau système opérationnel depuis le 9 février 1998. Ainsi, les opérations réalisées sur des marchés non réglementés, sans se faire sous l'autorité d'une entreprise de marché, c'est-à-dire d'une chambre de compensation, bénéficient tout de même maintenant des systèmes informatiques techniques les plus modernes de sécurisation des règlements et livraisons : RGV (Relit grande vitesse), puis Euroclear et Cedel au niveau international. RGV devait (c'est pratiquement le cas aujourd'hui) pouvoir traiter à terme tous les dénouements de transactions de gré à gré portant notamment sur les valeurs de taux (bons du Trésor, OAT⁵, obligations), dont les volumes sont proportionnellement considérables, avec irrévocabilité des paiements. Cette irrévocabilité signifie que, dès qu'ils sont effectués par le système, les dénouements des transactions ne peuvent être remis en cause. Cette certitude est acquise grâce au double contrôle effectué par RGV sur l'acheteur et le vendeur. RGV assure l'exécution corrélative et simultanée des obligations des deux parties : d'une part, la livraison des titres par le vendeur ; d'autre part, le règlement des espèces par l'acheteur. En d'autres termes, les titres livrés sur le compte de l'acquéreur ne seront effectivement enregistrés que lorsque la réception du règlement par le compte du vendeur aura été confirmée. Et symétriquement. C'est l'affiliation à un tel système qu'évoque une des vendeuses (Florence, chef de la table à laquelle travaille Philippe) pour dire qu'elle ne peut traiter avec un client quelconque (« le boucher du coin ») : elle présente la possession par son client d'un tel compte dans une société de bourse compensatrice comme un gage du fait qu'ils sont « entre contreparties de marché », et que d'une certaine façon elle « [sait] à qui [elle a] à faire ».

- 13 Pourtant, cette conscience (connaissance) des mécanismes de dénouement, en aval, ne semblait pas unanimement partagée chez les opérateurs de *front-office*. Florence elle-même s'est révélée peu avertie des réformes les plus récentes et les plus techniques sur lesquelles se répandaient à grand bruit les revues de professionnels à destination des investisseurs. En effet, le travail de règlement-livraison, sans lequel aucune transaction n'aurait effectivement lieu, est très peu évoqué spontanément par les opérateurs de *front-office*. Or on peut noter par exemple que le délai de livraison est un élément, au moins implicite, d'un contrat. Et partant, la crédibilité de l'engagement du vendeur de *front-office* dépend de la performance de tels systèmes en aval. Il est difficile de faire la part, dans l'interprétation de ce silence que nous n'avons pas toujours incité à briser par nos questions, entre d'une part ce qui relèverait d'une forme de mépris de la part d'un *front* prestigieux pour le *back* et ses avatars de la compensation, et d'autre part ce qui relèverait d'un oubli fonctionnel, produit d'un important sentiment de sécurité.
- 14 En effet, le taux de dénouement des opérations présentées à Relit par exemple a été en 1994 de 99,7 %, d'après les statistiques de la Sicovam. Aussi, une confiance aveugle, et surtout silencieuse, de la part des personnes interrogées, pourrait s'appuyer sur cette fiabilité éprouvée statistiquement. Il n'en reste pas moins que cette confiance ne repose pas rationnellement sur une bonne connaissance technique des « procédures de sécurisation », mais au mieux sur une confiance – dans la technique – construite par l'expérience d'un bon fonctionnement rarement démentie. Et en cela, on demeure dans un schéma de *délégation* (Benveniste, 1969). Le long inventaire des « conditions de la performance » réalisé par Nelly Desbarrières montre que la réussite que nous avons mentionnée n'a rien d'évident.
- 15 Toujours est-il que pour les négociateurs, ce moment de la transaction qui vient de nous intéresser semble avoir un effet psychologique sécurisant. L'environnement est d'autant plus stable pour eux qu'il n'est pas source de dysfonctions, au point qu'ils peuvent l'oublier pour se concentrer sur l'illusion d'un échange entre deux.
- 16 Une fois supposé acquis le principe d'une réalisation de l'échange convenu, comment les acteurs de nos négociations peuvent-ils être assurés de l'exactitude des autres termes du contrat, relatifs au produit lui-même ?

1.2. La formulation du contrat ou la trouvable complétude

- 17 Les observations que nous avons menées dans quatre salles de marchés nous ont permis de faire un constat commun : les propos mobilisés explicitement par les négociateurs pour édicter les caractéristiques de l'objet de l'échange ne suffisaient pas à circonscrire tous les éléments nécessaires à la formulation d'un contrat complet. Certes les tickets d'ordres qui sont ensuite édités et qui, comme nous venons de le voir, font l'objet de confirmations croisées formulent plus précisément, et même exactement, toutes les modalités du contrat (nature, code, quantité et prix du produit, devise dans laquelle sont libellés les montants, identité des contractants, sens de la transaction, délai de livraison). Cependant, c'est la transaction telle qu'elle a été formulée oralement par téléphone qui fait office d'engagement ferme et qui constitue la référence par rapport à laquelle sont arbitrés les éventuels litiges. D'où la question : quelles sont les garanties contre les risques d'opportunisme caractéristiques des contrats incomplets ? C'est à cette question que nous prétendons répondre en isolant un deuxième moment de la transaction : la formulation du contrat d'échange.

- 18 En fait, un dispositif fondamental accompagne ce moment de la transaction : l'enregistrement intégral et systématique des conversations entre les différents opérateurs mis en jeu directement dans les transactions. La généralisation de cette pratique a coïncidé avec la décentralisation des négociations depuis les différentes salles de marché. Cette pratique est avalisée par la réglementation du CMF ; les modalités d'enregistrement, de conservation et d'utilisation des « bandes » (notamment en fonction des différents marchés, réglementés ou non) sont progressivement spécifiées à travers la publication de Décisions du CMF. L'article 1^{er} d'une décision publiée en juin 1999 rappelle que « l'enregistrement d'une conversation a pour fin de faciliter le contrôle de la régularité des opérations effectuées et leur conformité aux instructions des donneurs d'ordres ». Cette formulation pose explicitement qu'une fin essentielle poursuivie par la procédure d'enregistrement est bien de pallier le risque de comportement opportuniste de la part de celui qui exécute un ordre énoncé oralement.
- 19 Il s'agit d'un enjeu consubstantiel à l'échange marchand, déjà ancien dans le monde de la finance et non spécifique aux marchés de gré à gré. Les garanties à l'époque où l'exécution des transactions boursières relevait d'un monopole des agents de change étaient d'une autre nature et relevaient davantage de ce que l'on pourrait qualifier d'une régulation éthique communautaire. Il existe en quelque sorte une « affinité élective » entre un mode de négociation décentralisé (dans les salles de marchés), associé à un plus grand nombre de personnes physiques habilitées à la négociation sans être responsables sur leurs biens propres et ce nouveau mode de contrôle, que l'on peut qualifier de « dispositif de promesse » puisqu'il a bien « pour fonction de garantir les engagements des partenaires, et par là, d'assurer l'exécution d'un contrat complet » (Karpik, 1996). Ici, le dispositif de promesse visant à donner une garantie au public par rapport à la profession est inséparable d'un contrôle interne au sein des professionnels : le Conseil des marchés financiers édicte un règlement pour les prestataires habilités, et chaque prestataire habilité peut contrôler le respect des paroles échangées par ses opérateurs entre eux et avec la clientèle. L'invocation de la « parole » comme valeur par les personnes interrogées nous apparaît dès lors excessive. La *parole* que l'on donne et que l'on tient, indépendamment de tout contrôle, dont l'oralité suffit à faire foi, ne nous semble pas avoir de place sur les marchés financiers tels que nous les avons observés aujourd'hui. Une telle idéologie de la parole s'apparente au mieux à une relique culturelle, à une valeur héritée d'un passé professionnel où – peut-être – elle avait plus de place.
- 20 Seulement, cette garantie « phonique » ne résout pas le mystère de l'incomplétude du contrat, puisque l'enregistrement sonore ne sert qu'à vérifier si les termes de l'ordre sont bien ceux de l'ordre passé. Mais où se cachent les termes de ces ordres que n'entendrait pas l'observateur non averti – et parmi ces non-initiés, le magistrat qui aurait à arbitrer sur la base de telles traces ? Il se trouve que tout un ensemble d'« us et coutumes de marché », qui fonctionnent essentiellement par défaut et pour autant qu'ils sont unanimement reconnus par la communauté des professionnels du marché, viennent cadrer les échanges verbaux.
- 21 Avant d'évoquer certains usages plus informels, nous pouvons d'abord relever le travail de définition de produits standards, dont nous voulons souligner qu'ils s'apparentent à autant d'« investissements de forme » (Thévenot, 1986) limitant les besoins d'explicitation de la part des parties négociantes. Le travail de définition juridique, ou à

usage conventionnel par et pour les « professionnels », permet en effet de déterminer, en quelque sorte une fois pour toutes, les caractéristiques du produit échangé : ainsi, nombre de produits sont passés par des phases où ils se négociaient exclusivement de gré à gré, voire de façon illicite, à une phase de reconnaissance officielle et de standardisation. Sur les marchés réglementés, les actions ou obligations qui s'échangent (notamment sur le Premier Marché) constituent un exemple canonique de produits standardisés, strictement définis. Lorsqu'on propose ou demande « Danone », ceci ne souffre aucune ambiguïté. Par la désignation du seul sous-jacent (c'est-à-dire de l'entreprise initialement émettrice du titre) on implique exhaustivement l'ensemble des droits classiques qui y sont attachés : de propriété, à caractère pécuniaire, d'information et de vote aux assemblées. Il ne s'agit pas, à moins que cela ne soit précisé, d'une action à dividende prioritaire sans droit de vote, par exemple. Il en va de même pour le *swap*, produit d'échange de paiement de taux, qui intéresse les négociateurs de la transaction retranscrite dans l'encadré 1. Une association professionnelle qui définit des standards pour ce type de produits se nomme Isda (International Swaps & Derivatives Association). Dans le cas du *swap* sur l'obligation « Aérospatiale », c'est le cadre AFB (Association française des banques) qui fait référence par défaut, du fait que l'échange intéresse deux institutions financières françaises... Tout un ensemble de caractéristiques du produit en découle : le délai de livraison par exemple, en l'occurrence $j+3$.

- 22 De tels standards n'ont de sens que parce qu'ils sont unanimement connus et reconnus par l'ensemble de la communauté des négociateurs, donc parce qu'il existe une symétrie entre les compétences techniques et la culture professionnelle des opérateurs. Il en va de même pour les usages. Ces usages fonctionnent comme autant de « conventions » au sens de David Lewis (Lewis, 1969). C'est-à-dire que, si on considère une régularité dans le comportement des membres d'une population placés devant un problème de coordination récurrent, celle-ci relèvera de la convention si chacun s'y conforme, si chacun attend d'autrui qu'il s'y conforme, si chacun préfère s'y conformer à condition que les autres s'y conforment également, si chacun pourrait préférer se conformer à une autre régularité à condition que les autres s'y conforment également. Nous pouvons distinguer ces usages par leur statut plus ou moins officiel, qui renvoie en fait souvent à leur genèse.
- 23 Une première convention qu'on pourrait qualifier de décrétée est celle qui concerne la devise dans laquelle est libellé le montant. Le lecteur aura noté que Philippe, le *sales* de Banque A-finance ne précise pas à Patrick, le gestionnaire d'Assura, que les 10 millions qu'il propose correspondent à des euros. Il se trouve que cette transaction est postérieure au 1^{er} janvier 1999, date à partir de laquelle toutes les transactions sont supposées se faire dans cette nouvelle devise, sauf spécification particulière. Nombre de litiges et de malentendus entre opérateurs de différentes salles ou au sein de la même salle (comme ici, si le *trader* n'avait pas précisé à Philippe qu'il s'agissait de 10 millions d'euros) datant de l'époque de cette transition et ayant donné lieu à une écoute des bandes, nous ont été relatés. Les économies de langage qui marchent *par défaut* ont une grande efficacité mais introduisent un risque nouveau tant que la convention imposée ne répond pas à la première propriété de D. Lewis, à savoir que chacun ne se conforme pas à la régularité.
- 24 La plupart des usages ne font pas l'objet d'une reconnaissance officielle formelle, mais n'en ont pas moins une forte capacité contraignante sur les acteurs. Il en est ainsi du

mode d'énonciation du prix d'une obligation : « 105-30 » signifie que le prix proposé pour le titre correspond à 105,3 % de son prix d'émission. Tout un ensemble implicite d'éléments techniques relatifs aux modes de cotation est supposé connu par les contreparties de marché. De même, lorsqu'un opérateur intervient sur le marché des changes euro contre dollar, comme cela était le cas pour l'une des salles de notre échantillon, il doit savoir que le « prix » s'énonce en ne précisant que les décimales du rapport de change qui se situent à partir des centièmes, les valeurs de l'unité et du dixième à un instant donné étant supposées ne souffrir aucune ambiguïté. C'est ce qu'on appelle la « *figure* ». Ces connaissances techniques minimales sur le fonctionnement du produit, ainsi que toutes les conventions, sont supposées connues de leurs vis-à-vis par les négociateurs, notamment si ces vis-à-vis entrent dans la catégorie des « clients qualifiés » (voir infra). Les témoignages concordent pour considérer comme une évidence que tout le monde se conforme à ces régularités des modes de négociation. Manifestement, les agents préfèrent s'y conformer pour autant que tous les autres s'y conforment ; et si la convention vient à changer (comme dans le cas du passage aux transactions en euro), chacun préfère se conformer à la nouvelle référence pour autant que les autres s'y conforment aussi. On retrouve bien toutes les caractéristiques des conventions. L'importance de ce langage commun aux « professionnels » est invoquée par les courtiers et les vendeurs comme signe extérieur sécurisant : ils vont se comprendre.

- 25 Il nous est apparu que les usages pouvaient éventuellement faire l'objet d'aménagements locaux, au risque de générer des malentendus. On nous cite des confusions entre des personnes habituées à raisonner en « bouts », c'est-à-dire en nombre de titres, plutôt qu'en nominal, notamment sur le marché OTC (*Over The Counter*, ou de gré à gré) des obligations convertibles : dans un tel cas « 10 millions d'Aérospatiale » signifierait 10 millions de titres et non plus des titres pour une valeur de 10 millions ; or ces deux ordres de grandeurs sont familiers pour les opérateurs au quotidien... Toutefois, si les conventions et les standards peuvent donner lieu à des aménagements locaux qui sont le fruit d'une reconstruction interpersonnelle des codes, nous avons vu que les modalités de la confiance entre deux négociateurs individuels étaient largement soutenues par des dispositifs professionnels et techniques exogènes pour ce qui concerne les deux premiers moments de la transaction que nous avons isolés. Ceci est moins vrai pour le troisième moment que nous distinguons, celui de la négociation : certes les opérateurs ne sont pas sans assistance pour délibérer de la pertinence mutuelle de l'échange, mais cette assistance ne parvient pas à circonscrire le faisceau d'incertitudes consubstantiel à la situation de négociation.

1.3. La négociation ou l'irréductible équation interpersonnelle

- 26 Le même type d'éléments qui viennent sécuriser les deux premiers moments de la transaction se retrouve partiellement dans l'encadrement du moment de la négociation : des systèmes techniques communs vont par exemple assurer la circulation d'une information publique nécessaire à la décision ; d'autres collaborateurs que ceux évoqués ou les mêmes vont intervenir ; les instances de surveillance et de tutelle qui publient des règlements vont aussi s'intéresser à ce moment de la relation entre des personnes physiques qui engagent des personnes morales.

- 27 L'enjeu de la négociation se noue autour de l'information pertinente à convoquer pour juger du bien fondé de chacune des parties à réaliser l'échange. Le commercial ou le courtier sont intéressés par le volume des transactions qu'ils réalisent, du fait qu'une part importante de leur revenu est constituée par un bonus indexé sur des indicateurs quantitatifs. De ce fait, leurs arguments de vente peuvent en première approche être sujets à caution pour leurs interlocuteurs de marché. Or les arguments de vente sont protéiformes et d'une quantité potentiellement indéfinie ; ils couvrent ce que la théorie économique englobe sous le terme d'« information ». Une certaine information que l'on peut nommer publique est sinon partagée par tous les intervenants, du moins mobilisable par tous : il s'agit de celle que livre quotidiennement la presse spécialisée (*Les Échos* par exemple) et continuellement les agences d'information (Bloomberg, Reuters ou Telerate) qui irriguent les écrans informatiques des opérateurs. On pourrait par ailleurs parler d'une information semi-publique constituée par les services internes et / ou externalisés (analyses ponctuelles ou notes de conjoncture élaborées respectivement par les analystes financiers ou les économistes de marché : elle est constituable par tous ou assez systématiquement livrée à l'interlocuteur comme argument de vente. Dans la transaction que nous avons retranscrite l'information publique et semi-publique est celle qui, explicitée ou non, concerne les informations connues par les opérateurs sur la qualité du crédit émis par Aérospatiale et les variations prévisibles de l'Euribor. Le *rating* est une de ces informations : il s'agit d'une note évaluant la qualité d'un crédit. Elle est attribuée par les agences de notation ; Standard & Poors est l'agence la plus connue. Elle attribue des notations sous forme de lettres, selon la logique suivante : AAA (triple A) est le crédit le plus fiable, réputé quasiment sans risque⁶ ; puis par ordre décroissant AA, A, BBB, BB, B... Des nuances sont introduites avec, pour chaque niveau, trois stades : par exemple : A+ , A et A- ; cette dernière note étant celle attribuée à l'obligation Aérospatiale vendue par Philippe à Patrick. Cette organisation de l'évaluation des crédits visant à dissiper l'opacité relative à leur qualité se situe dans le registre des « dispositifs de jugement fondés sur la confiance impersonnelle » (Karpik, 1996).
- 28 Mais toute une dimension de l'information intéressant la transaction nous est apparue comme pouvant échapper aux deux opérateurs mis en jeu ou plutôt à l'un d'entre eux. Nous évoquons seulement ce point afin de suggérer les limites des dispositifs extérieurs aux individus, que nous avons choisis de mettre en valeur ici. L'information relative à la configuration de marché (combien d'opérateurs, lesquels, sont prêts à prendre ou à laisser un produit, à quels prix ?), telle que chaque intermédiaire peut l'observer ou l'induire depuis son poste particulier au fil de ses négociations, constitue une information sensible, de caractère non public, c'est-à-dire dont rien n'assure la circulation. Or s'il y va de l'intérêt d'un client donné de connaître ces informations, il en va tout autrement pour le marché dans son ensemble : l'intégrité du marché et le respect dû au secret des activités des autres clients peut être remis en cause si un opérateur révèle les positions et les stratégies des autres. C'est donc avant tout sur ce difficile équilibre que se déclinent les principes déontologiques désormais énoncés dans le Titre III du Règlement général du CMF. Ces principes peuvent en effet être reclassés selon deux impératifs génériques et flous dont nous venons de souligner la contradiction latente : « le service privilégié de l'intérêt client » d'une part, et « le respect de l'intégrité du marché » d'autre part.

- 29 Une autre information d'un type jumeau à cette information masquée ou révélée est l'information « inventée » : pour faire pression sur l'acheteur, le commercial ou le courtier peut suggérer que la demande est assez forte pour inspirer à son interlocuteur que c'est le moment d'acheter ; l'acheteur potentiel lui, peut se faire passer pour preneur afin de s'assurer qu'on lui conserve une offre alors qu'il prend le temps d'en chercher une plus avantageuse.
- 30 Masquée, inventée, l'information peut aussi et enfin être produite. Une incertitude d'un autre niveau peut renvoyer en effet à la qualité du conseil et à l'anticipation qu'un intermédiaire peut faire sur les opérations opportunes pour son interlocuteur. Cela se fait d'autant mieux que le vendeur ou le courtier est au courant des positions et des stratégies favorites de son interlocuteur... En révélant leurs stratégies ou positions, les négociateurs s'exposent au risque (déjà évoqué) de se voir trahis ou instrumentalisés. Une relation commerciale de qualité dépend donc de la construction interpersonnelle de rapports de « confiance », dont l'avènement n'a rien d'évident dans un univers où le calcul intéressé règne en maître et se trouve encouragé par l'organisation du travail dans les salles, et où la « volatilité des postes » (Godechot *et al.*, 2000) semble ne pas placer ces opérateurs dans un cadre de jeu répété à horizon indéfini, cadre favorable à la coopération selon la théorie des jeux (Kreps, 1990).
- 31 L'information incomplète (en ce qu'elle peut être masquée, travestie ou aléatoirement produite) constitue le gros de l'incomplétude du contrat dans la mesure où, pour le reste, un large faisceau d'incertitudes liées à la transaction se trouve protégé par les dispositifs évoqués ci-dessus et sur lesquels nous allons revenir. Nous avons décidé de n'évoquer ces questions, qui nous ont intéressé par ailleurs (Martin, 1999), que pour montrer l'impossibilité, au moins résiduelle, de circonscrire l'incertitude liée à une transaction.

2. La *professionnalité* au fondement de la *liquidité* des marchés

- 32 Différentes figures de la professionnalité viennent donc participer à rendre exécutoires des contrats noués sur les marchés financiers de gré à gré, et viennent par là contribuer à la liquidité de ces derniers. Nous distinguons quatre acceptions de la profession qui permettent de préciser selon quelles modalités l'instance professionnelle fonctionne comme dispositif sécurisant sur les marchés.

2.1. La profession comme instance de division du travail

- 33 Nous avons vu que les salles de marchés sont des organisations centrées autour de l'activité de *front-office* : c'est l'activité de négociation qui génère le profit. Mais cette activité centrale est assistée comme nous l'avons vu par les services de *back-office*, de conseil ou encore d'analyse, que ces activités soient internalisées ou externalisées (compensation, agences d'informations, etc.). La profession se présente donc comme une instance de division du travail qui permet, par la relégation de la dimension administrative des tâches et de l'équipement informatif et cognitif des opérateurs, de sécuriser les échanges entre deux individus. Il est à noter que la coordination entre les

différents métiers de la finance se fait souvent à travers des systèmes techniques informatisés avec lesquels les négociateurs individuels sont en relation permanente.

- 34 À bien des égards, le travail d'enregistrement et de compensation s'apparente au « sale boulot » (Hughes, 1958). Cette observation concorde avec une différenciation symbolique existant au sein des salles de marchés entre les métiers de *back-office*, parfois installés dans des salles à part, et ceux de *front* (Karlin, 1997) qui se nourrit à la fois d'une « différence de prestige culturel » (niveau de diplômes requis moindre pour le *back-office*, par exemple) et d'une « différence de pouvoir économique et politique » : le *front-office* est le « centre de profit » et le *back-office*, le « centre de coût » (Godechot, 2001). Nous avons pu noter l'existence d'un décalage entre le refoulement du sale boulot de la part des opérateurs et l'importante publicité faite par les publications des différentes associations professionnelles sur « la modernisation de la Place ». Il est intéressant de noter que le Règlement général du CMF, qui décrit les fonctions de compensation et de conservation comme « sensibles », semble éprouver le besoin de préciser que ces métiers sont « de même rang que les autres » (entendons notamment les métiers de négociation de *front-office*).
- 35 Le travail de contrôle des risques s'appuie aussi sur le travail de traçage exhaustif des transactions. Combinée au travail d'analyse de crédit, cette activité de traçabilité des actions permet de circonscrire les risques de solvabilité et de trésorerie posés par les contreparties. Cette division du travail au sein des métiers de la finance souligne la part importante que le bon fonctionnement d'un marché liquide doit à la bureaucratie et à l'équipement décisionnel des agents (Callon, 1998). Telle est bien la condition de la *liquidité* d'un marché : pouvoir échanger rapidement sans procédure lourde. Le travail protéiforme d'information financière dont nous avons évoqué différentes facettes contribue aussi à faciliter les échanges en mettant à disposition des négociateurs des arguments s'inscrivant dans un référentiel qu'ils partagent et peuvent mobiliser sans nouvelle explicitation.

2.2. La profession comme instance de définition des pratiques reconnues légitimes

- 36 Une profession peut aussi se définir par un ensemble de conventions et de savoir-faire spécifiques maîtrisés par ses membres, à l'exclusion des autres.
- 37 Le caractère « professionnel » de l'interlocuteur, selon les propos mêmes de nombre d'opérateurs rencontrés, rassure et permet une négociation plus « fiable ». En effet, nous avons vu, à travers l'évocation des standards et conventions partagées, comment des économies substantielles étaient permises par la connaissance commune ; il en va de même pour ce que les intervenants appellent souvent la « culture de marché » qui concerne notamment une familiarité avec ce que nous avons appelé l'information publique ou semi-publique. La coordination est d'autant plus fluide que les partenaires de l'échange « savent de quoi ils parlent » : une vendeuse nous cite à titre de contre-exemple un client gestionnaire, pourtant supposé professionnel, qui confondit la petite fabrique de skis Salomon avec l'importante banque britannique Salmon Brothers...
- 38 Les professionnels se constituent, comme nous l'avons vu, en instances associatives dépositaires de cette « culture » nécessairement évolutive. Nous pouvons revenir à titre d'exemple sur l'Isda, association de dimension internationale créée en 1985. Cette association regroupe la plupart des principaux intervenants institutionnels sur le

marché des produits dérivés, intermédiaires comme investisseurs finaux. Elle vise selon les termes de ses statuts à permettre le développement de pratiques susceptibles d'améliorer l'efficacité des transactions sur les marchés des *swaps* et autres produits dérivés, en particulier via la promotion d'attitudes marquées par une forte « honorabilité » et une bonne compétence professionnelle. Cette compétence professionnelle est elle-même définie de manière interne pour les membres de l'Isda, puisqu'elle dépend de la mise en œuvre de pratiques normalisées élaborées par l'Isda dans le cadre de concertations entre l'ensemble de ses membres, en amont des transactions particulières que ces derniers seront amenés à réaliser. La définition préalable de telles pratiques permet une économie substantielle lors de la recherche de terrains d'entente entre les différents partenaires commerciaux au quotidien. L'Isda n'est pas la seule association (nous avons eu l'occasion d'évoquer l'AFB).

- 39 Un échange *de gré à gré* suppose la rencontre de deux volontés : celle d'offrir et celle de demander. Mais, sur les marchés financiers que nous avons étudiés, ces volontés ne valent que pour autant qu'elles sont éclairées. La symétrie professionnelle des intervenants assure la réalisation, le développement, la liquidité des échanges : l'asymétrie, historiquement remarquable sur nombre de marchés entre la qualification de l'offre et la sous-qualification de la demande (Cochoy, 2001), s'en trouve conjurée. Les textes définissent même la notion de « client qualifié » pour désigner les « clients » prestataires de services d'investissement des autres prestataires de services d'investissement. Cette notion est notamment importante pour souligner dans les alinéas à caractère déontologique du Règlement général du CMF que l'économie de précisions et de pédagogie du produit offert est justifiée lorsque l'interlocuteur de marché est lui-même supposé professionnel.
- 40 Cette qualification est permise par la socialisation professionnelle, assurée notamment en amont par le suivi de formations spécifiques et par la sélection des opérateurs (à travers l'octroi ou non d'une habilitation à négocier). Cet aspect n'est donc pas séparable de la troisième dimension de la professionnalité que nous choisissons de souligner.

2.3. La profession comme instance de définition des conditions d'accès à une activité

- 41 Le travail d'intermédiation financière ne dispose pas d'une filière de formation unique, incontournable et labellisée avec un profil défini et prescriptible de carrière. La promotion interne peut exister, tout comme le recrutement à la sortie d'une grande école de commerce (pour les vendeurs notamment), d'un DESS ou d'un mastère en finance, ou encore d'une grande école d'ingénieurs suivie d'une école d'application en finance (pour les *traders* plus spécifiquement). Cependant, malgré l'ouverture des professions d'intermédiation consécutive à la disparition du monopole des agents de changes (1988), le marché du travail d'intermédiation financière n'est pas exempt de toute régulation.
- 42 La modalité principale de sélection des personnels de négociation se fait à travers la procédure d'octroi de la carte professionnelle. Pour les négociateurs qui interviennent sur les marchés réglementés, l'octroi de cette carte, dont les conditions d'obtention sont définies par le CMF, est examiné et entériné par cette même institution suite à la déposition d'un dossier d'agrément de la part de la personne physique demandeuse.

Pour les marchés dits « non réglementés », au premier rang desquels se trouvent ceux de gré à gré, l'octroi de cette carte aux intervenants sur les marchés est à la discrétion des prestataires de services qui les emploient. C'est donc la personne morale engagée qui s'assure de la personne physique qu'elle mandate. Dans tous les cas, les critères d'attribution insistent essentiellement sur « l'honorabilité » et « la connaissance des règles de bonne conduite »⁷. L'attribution de cette carte est, pour la plupart des individus que nous avons rencontrés, postérieure à leur entrée réelle en activité. Le travail de sélection est de fait, dans tous les cas, laissé à l'appréciation de la hiérarchie du candidat négociateur dans son entreprise prestataire de services d'investissement.

- 43 L'habilitation technique et éthique de la personne physique agissant comme interlocuteur représentant le « client » personne morale fait l'objet d'une vérification de la part de chaque prestataire de service. Les personnes physiques sont même supposées devoir procurer sur demande un document attestant de leur habilitation. En pratique, étant donné que l'important *turn-over* sur les « desks » de *front-office* rendrait difficile la mise à jour de la liste des opérateurs habilités par telle ou telle entreprise d'investissement sur tel ou tel produit, les présentations entre les opérateurs amenés potentiellement à négocier se font souvent par téléphone ou en direct à l'initiative de leurs supérieurs hiérarchiques. Comme le note le responsable du service déontologie de l'Association des sociétés financières, « l'utilisation de lignes téléphoniques dédiées peut constituer une solide présomption de l'habilitation de la contrepartie ». En reprenant les catégories typologiques de Jean-Michel Servet (Servet, 1997), nous pourrions dire que, sur ce plan, la confiance interpersonnelle « horizontale » dans le caractère professionnel des interlocuteurs est le produit d'une double délégation « verticale » (hiérarchique).
- 44 Une fois encore, ces procédures de délégation intraprofessionnelle permettent aux négociateurs de faire l'économie de la recherche d'assurance sur la qualité de leurs interlocuteurs de marchés. La facilité et la fluidité du contact qui en résultent, et par là la liquidité des marchés, doivent beaucoup à cette mise en situation de « prêt à négocier ».
- 45 La sélection des membres est une procédure cohérente avec le principe de contrôle interne (nous disons infrajuridique) continu des membres.

2.4. La profession comme instance de contrôle infrajuridique de ses membres

- 46 Jusqu'en 1987, la Chambre syndicale des agents de change fonctionnait comme un « Ordre ». En effet, à l'époque où la Place de Paris se tenait autour de la Corbeille⁸ du Palais Brongniart, les ordres étaient transmis oralement aux anciens agents de change, avant la séance de cotation quotidienne qui devait fixer le cours du jour. Des lignes téléphoniques reliées à des cabines, réservées pour chaque charge d'agents de change, qui flanquaient les murs de la grande salle au milieu de laquelle juchait la Corbeille, étaient destinées à recevoir les ordres de dernière minute. La situation de monopole d'exécution des ordres occupée par la profession, constituée par un nombre limité d'officiers ministériels, supposait déjà des dispositifs de contrôle éthique des membres. Les quelques travaux historiques⁹ et les témoignages recueillis auprès des plus « anciens » semblent attester qu'il existait une autorégulation de type communautaire, relativement opaque, au sein de la Chambre syndicale des agents de change. Une

analyse de la question demanderait un travail spécifique. Il pourrait être intéressant, par exemple, d'entreprendre une étude de la profession d'agent de change sur longue durée, en la rapprochant du travail effectué sur les avocats par Lucien Karpik (Karpik, 1995). L'auteur explique en effet comment la « stratégie » des avocats a porté sur la formation d'un vaste système d'obligations professionnelles dont le suivi était garanti par le respect disciplinaire de l'Ordre. Cette autorégulation éthique de la profession qui, par sa structure, implique « une superposition de la norme et du gardien de la norme », a selon lui fonctionné parce qu'elle s'est accompagnée de « la démonstration publique répétée du dévouement au bien public ». Nous pensons que c'est par un dispositif similaire que la communauté des agents de change a suscité (avec un degré variable au cours de l'histoire et selon les publics) une confiance impersonnelle portée par les clients à l'ensemble de la profession. L'oralité des procédures qui exposaient au risque d'opportunisme rendait nécessaire la construction d'une confiance dans la profession s'appuyant conformément à l'expression du même auteur sur un « dispositif de promesse ». Notre terrain se situe dans le cadre de ce qu'il nomme un « dispositif normatif » désignant un « agencement symbolico-matériel qui porte des principes d'orientation de l'action partagés par les partenaires de l'échange, intériorisés (plus ou moins) par chacun d'entre eux, associés à des sanctions sociales généralement diffuses, et qui a pour effet, malgré l'incertitude, de maintenir l'esprit des engagements initiaux et donc la continuité de l'échange dans le temps » (Karpik, 1996, p. 542).

- 47 Nous pensons que la procédure d'enregistrement en vigueur sur les marchés financiers participe d'un nouveau dispositif de promesse dont le but est de conjurer la menace opportuniste qui pèse sur l'oralité des transactions. Les litiges sont effectivement réglés en interne : aucun des opérateurs rencontrés n'a su décrire un cas de dérive juridique d'un conflit. La jurisprudence, à laquelle nous nous sommes reportés, semble montrer qu'en cas de « dérive », ce sont les critères professionnels de qualification qui fondent le jugement. Ainsi, le jugement rendu par la 8^e chambre du tribunal de commerce de Paris le 6 mai 1998, à propos de l'affaire Société d'ingénierie immobilière André Armand / Société Générale, a estimé que la banque n'avait pas manqué à son devoir de conseil, en retenant que : « La société, professionnel averti des opérations financières en relation avec son activité principale, assistée d'un cabinet de conseils professionnels, avait décidé expressément de souscrire un contrat de *swap* de taux d'intérêts... que la banque ne pouvait connaître l'évolution du marché de l'argent, lors de la conclusion du contrat. »¹⁰ Ceci constitue une reconnaissance des critères d'arbitrage internes à la profession.
- 48 Ainsi, nous pouvons noter l'existence d'une singularité dans les configurations de rapports de marché que nous avons retenues dans cette investigation : les intermédiaires et les clients appartiennent à une même communauté professionnelle formelle ; la fusion des statuts de services d'investissement fait que les instances professionnelles ne distinguent les prestataires habilités que par métiers. Aussi les vendeurs et les gestionnaires de portefeuilles d'une part, comme les courtiers et les *traders* d'autre part sont employés par des institutions qui relèvent toutes du « service d'investissement ». Ceci contribue à favoriser un certain entre-soi dans la mise en place de dispositifs de sécurisation, de contrôle et de sanctions.
- 49 On pourrait compléter les dispositifs de maintien d'un entre-soi sécurisant avec un autre dispositif informel et spontané, renvoyant à une autre dimension de la profession. Il s'agirait de la profession en tant qu'elle peut constituer une instance

d' enrôlement et de sociabilité pour ses membres. Les invitations des *traders* et des gestionnaires, respectivement par les courtiers et les commerciaux, dans de bons restaurants ou à Roland-Garros permettent une meilleure compréhension mutuelle : ce type de sociabilité peut participer à l'amélioration de la « qualité » des relations, en offrant aux cocontractants des occasions plus longues de partager leurs visions du « marché » (même s'il nous a semblé qu'à bien des égards cette argumentation était parfois instrumentalisée par les opérateurs vis-à-vis de leur hiérarchie pour justifier de « se payer du bon temps » en guise de salaire complémentaire). Quoi qu'il en soit cet aspect intéresse le troisième moment de la négociation en tant qu'il ne trouve pas de cadre extérieur aux acteurs, c'est pourquoi nous l'avons négligé.

3. Conclusion : confiance et défiance

- 50 Imaginons un instant un échange hors la loi. Un échange submergé par la défiance qui anime les parties engagées : un échange entre deux gangsters ou encore la remise d'une rançon contre un otage. Le roman d'espionnage, le western ou encore la filmographie sur les milieux de la mafia exploitent une dramaturgie dont certains ressorts se retrouvent dans la structure des transactions sur nos marchés financiers de gré à gré. Un parallèle se fait jour entre la structure d'encadrement d'une transaction financière et la structure stylisée de défiance paroxystique, où l'équilibre fragile propice à l'exécution de la transaction selon les modalités arrangées tient à ce que les négociateurs et collaborateurs respectifs des deux parties ont tous une arme pointée sur eux et en pointent tous une sur les autres, y compris les collaborateurs du même camp : on traque le traître ou on se défait de celui qui n'est pas à la hauteur des compétences requises par l'activité.
- 51 Le travail de « règlement-livraison » dans notre échange entre bandits incombe rarement au « chef ». Il revient à un personnage secondaire au double sens du terme : il est moins important, jouit d'un prestige moindre ; mais c'est bien lui qui « seconde », celui sans qui la parole du meneur n'a pas d'efficacité, il a souvent une certaine expérience ou des qualités quasi professionnelles dans son domaine d'exécution. Ce second est une sorte de compromis entre le besogneux efficace mais méprisable et l'homme de « confiance » (entendez celui dont on ne craint ni la maladresse – défaillance technique – ni la trahison – défaillance éthique).
- 52 La défiance se marque par le fait qu'il est hors de question de lâcher la rançon sans avoir la certitude de récupérer l'otage, et symétriquement on ne lâchera pas l'otage sans s'assurer de la livraison de la rançon ainsi que la concordance de celle-ci avec l'accord passé. Ce type particulier de « compensation » entretient une homologie structurale parfaite avec le principe informatique de RGV qui consiste en une exécution corrélative de l'enregistrement des titres sur le compte de l'acheteur et du règlement sur le compte du vendeur.
- 53 L'enregistrement sonore des transactions peut être à son tour rattaché à ce parallèle. L'investissement dans un tel dispositif de surveillance peut à première vue paraître démesuré : l'enregistrement systématique de l'intégralité des conversations des opérateurs habilités à la négociation (*front-office*) contraste avec l'écoute vraisemblablement très sporadique des « bandes ». Mais cela semble le prix à payer pour une efficacité silencieuse : la surveillance potentielle fonctionne selon un principe

dissuasif, comme une épée de Damoclès ou comme autant de *snipers* ! En ce sens un dispositif de *promesse* est tout aussi bien un dispositif de *menace*.

- 54 Par ailleurs, l'enregistrement constitue une trace matérialisée de la parole, et contribue à objectiver cette dernière, à produire un extérieur à la seule relation bilatérale entre celui qui la donnerait et celui qui la recevrait. Mais cette extériorité de la preuve n'exclut pas une intériorisation par les agents de la norme du respect de la parole. C'est un autre des paradoxes que les milieux financiers entretiennent en commun avec les espions, le Far West hollywoodien ou les milieux de la pègre : la coexistence d'une norme forte de la parole et l'invocation d'un code d'honneur alternatif et prioritaire par rapport à l'ordre officiel, d'une part ; et d'autre part le maintien de dispositifs de performance et de contrôle très stricts de l'accomplissement de cette parole.
- 55 Cette métaphore filée en guise de conclusion n'est qu'une autre façon de reprendre une thématique classique en sociologie. En insistant sur le caractère indissociable de la confiance et de la défiance, on ne fait que prolonger une leçon familière au moins depuis les travaux d'Howard Becker (Becker, 1963), à savoir que la norme est solidaire de la déviance. De même, le dispositif de promesse implique l'opportunisme ; le dispositif de jugement, la suspicion. Dans ce contexte, une investigation sur la genèse des dispositifs serait intéressante et complémentaire pour analyser la dynamique entre régulation et opportunisme dans une perspective historique. Certains sociologues s'y sont essayés sur la place financière new-yorkaise (Abolafia, 1996).

BIBLIOGRAPHIE

- Abolafia, M.Y., 1996. *Making Markets: Opportunism and Restraint on Wall Street*. MA Harvard University Press, Cambridge.
- Becker, H.S., 1963. *Outsiders. Études de sociologie de la déviance*. Métailié, Paris (traduction de Briand, J.P., Chapoulié, J.M., 1985).
- Benveniste, E., 1969. *Le vocabulaire des institutions indo-européennes*. Minuit, Paris, vol. 2, tome 1.
- Callon, M. (dir.), 1998. *The Laws of Markets*. Sociological Review Monographs. Blackwell Publishers, Oxford.
- Cochoy, F., 2001. Les effets d'un trop-plein de traçabilité. *La Recherche*, n° spécial : Le risque alimentaire (339), 66-68.
- Desbarrières, N., 1998. *La Bourse et ses Back-Offices*. Économica, Paris (2e édition).
- Godechot, O., 2001. *Les traders : essai de sociologie des marchés financiers*. La Découverte, Paris.
- Godechot, O., Hassoun, J.P., Muniesa, F., 2000. La volatilité des postes. *Professionnels des marchés financiers et informatisation*. Actes de la Recherche en sciences sociales 134, 45-55.
- Hughes, E., 1958. *Men and their Work*. The Free Press, Glencoe.
- Karlin, M., 1997. *Back-offices et marchés financiers*. Économica, Paris.

Karpik, L., 1995. Les avocats. Entre l'État, le public et le marché. XIII^e-XX^e siècle. Gallimard, Paris.

Karpik, L., 1996. Dispositifs de confiance et engagements crédibles. *Sociologie du travail* 38 (4), 527-550.

Kreps, D.M., 1990. *Game Theory and Economic Reasoning*. Oxford University Press, Oxford.

Lewis, D., 1969. *Conventions, a Philosophical Study*. Mass, Harvard University Press, Cambridge.

Martin, D., 1999. À quoi se fier ? Le calcul et la confiance dans les relations interpersonnelles sur les marchés financiers de gré à gré. Mémoire de DEA, ENS-Cachan.

Pratt, J., Zeckhauser, R. (dir.), 1985. *Principals and Agents: the Structure of Business*. Harvard Business School Press, Boston.

Servet, J.M., 1997. Le chapeau. In: Bernoux, P., Servet, J.M. (Eds.), *La construction sociale de la confiance*. Montchrestien, Paris, pp. 17-44.

Thévenot, L., 1986. Les conventions économiques. *Cahiers du CEE*.

Williamson, O., 1993. Calculativeness. Trust and Economic Organization. *Journal of Law and Economics*, 453-486.

NOTES

1. Cette appellation date de la loi de Modernisation des activités financières du 2 juillet 1996.
2. Les « couples » de négociateurs mis directement en jeu par les négociations qui nous intéressent sont essentiellement de deux types : a) Il peut s'agir d'abord d'un commercial (ou *sales*) et d'un gestionnaire d'actifs. Dans ce cas le premier démarche le plus souvent le second. Ce commercial vend pour le compte de *traders* de sa salle de marchés : ainsi Philippe propose à Patrick un produit, qu'il aménage ou « customise », suite à une annonce de vente suggérée par un collègue *trader* (la voix *off* qui ouvre la scène retranscrite). b) Ce couple de négociateurs peut également être composé d'un courtier et d'un *trader*. Ce dernier est responsable de la réalisation de profits au sein d'une salle de marché grâce à des opérations de spéculation ou d'arbitrage. Supposons que, pour placer son titre, le *trader* de Banque A-Finance n'ait pas fait appel à Philippe, c'est-à-dire qu'il ne soit pas passé par un vendeur de sa salle. Il aurait pu passer par un courtier, à savoir par une personne qui collecte des ordres de *traders* et les transmet sur le marché. Peut-être même que, pour se procurer quelques heures plus tôt le titre « Aérospatiale », à un prix inférieur à 105-30 (la source du profit au sein de la salle vient de la marge réalisée entre le prix acheteur et vendeur), il a dû faire appel à un courtier. Nous qualifierons le *trader* et le gestionnaire de « clients », respectivement du courtier et du commercial.
3. Nous reviendrons, dans l'analyse du « moment de la transaction proprement dite », sur les problèmes des éventuels litiges ou d'incompréhension mutuelle qui peuvent se révéler lors de la vérification.
4. Le suspens est le laps de temps qui s'écoule entre la contraction de l'échange et son dénouement effectif.
5. Obligations assimilables du Trésor.
6. Il s'agit par exemple de la note attribuée à la dette de l'État français.
7. Arrêté du 9 novembre 1998, intégré au Titre 2 du Règlement général du CMF.
8. Celle-ci, démontée le 10 juillet 1987, est désormais exposée dans le musée du Palais.
9. Nous renvoyons à J.-M. Thiveaud, *Égalité et privilège : le monopole des agents de change (1305-1987)*, *Revue d'économie financière* 12, 1987 ; et P. Verley, *La société des agents de change au XIX^e siècle*,

Histoire économique de la France, Études et documents I, Ministère de l'Économie et des Finances, Paris, 1987.

10. *Banque et droit*, n° 61, septembre-octobre 1998.

RÉSUMÉS

Sur les marchés financiers de produits dérivés s'échangeant de gré à gré, des milliers de transactions sont négociées par des individus mandatés sur la place parisienne. La relative fluidité et la rapidité manifeste avec lesquelles deux individus réalisent une transaction financière portant sur des montants qui atteignent souvent plusieurs millions d'euros méritent selon nous une explication de leurs conditions de possibilité. En effet, l'incertitude qui entoure déjà dans un grand nombre de cas le produit lui-même se double d'un risque interpersonnel pour les opérateurs. Comment sont assurées la passation et la bonne fin de contrats formulés oralement par micros interposés, de manière formellement incomplète ? Quelles sont les conditions sociales et techniques de possibilité d'une telle activité ? Cet article insiste sur les dispositifs extérieurs aux opérateurs qui permettent de conjurer le spectre de l'échec des « promesses réciproques problématiques ». Différentes figures de l'organisation *professionnelle* de l'activité d'intermédiation financière de marchés, appuyées sur tout un appareillage technique, viennent encadrer ces transactions et rendre les échanges fluides, sans pour autant résoudre le faisceau d'incertitudes qui les entoure. Nous montrons que les risques et les incertitudes sont configurés par des dispositifs qui visent à s'en prémunir et que, partant, tout dispositif de confiance est nécessairement un *dispositif de défiance*.

In Parisian financial markets of derivatives, individuals with proxies negotiate thousands of transactions through mutual agreements. The conditions accounting for the relative fluidity and obvious rapidity in the relations between the two traders conducting such transactions, which may involve sums amounting to several million euros, need to be explained. The uncertainty often surrounding the derivatives at the centre of the transaction is doubled by an interpersonal risk for the traders. How are such orally formulated contracts worked out and agreed to in a so formally incomplete way? What social and technical conditions make this possible? Emphasis is laid on arrangements that, outside the traders themselves, conjure the risk of unkept "reciprocal, problematic promises". Based on a system of technical machinery, various patterns in the professional organization of financial market trading shape these swaps and account for their fluidity but without undoing the uncertainty surrounding them. Risks and uncertainty are shaped by the arrangements for dealing with them; hence, any arrangement for building confidence is necessarily also one for testing suspicions.

INDEX

Mots-clés : Finance, Marchés de gré à gré, Profession, Confiance

Keywords : Finance, Derivatives Markets, Profession, Confidence

AUTEUR

DAVID MARTIN

Centre d'étude et de recherche techniques, organisations, pouvoirs (Certop), Maison de la
recherche, 5, allées Antonio-Machado, 31058 Toulouse cedex, France
dmartin[at]univ-tlse2.fr