

David MARTIN

Trois figures du lien marchand sur une bourse de produits dérivés du CAC 40

À partir du cas d'une bourse de produits dérivés du CAC 40 cet article propose de mettre en évidence trois registres de lien marchand qui font échos à trois leçons que l'on peut tirer de la sociologie de Harrison White. La première figure est celle du marché comme paradigme relationnel, ou « discipline » entre les échangeurs : paradoxalement, loin de dissoudre toute solidarité, le marché attache d'autant mieux qu'il se fonde sur l'horizon du désengagement formel permanent. Il se trouve que la forme d'engagement, conditionnel et à terme, impliquée par les dérivés financiers rend ces derniers emblématiques de cette première figure du lien. La deuxième figure insiste sur l'ensemble des structures relationnelles, techniques et organisationnelles diverses qui sont engagées par et pour l'accomplissement de l'activité marchande. L'auteur souligne alors que ces structures ne se réduisent pas à un préalable « non économique » dans lequel le marché serait encastré. Enfin, la troisième figure, davantage centrée sur le produit-service qui fait l'objet de l'échange, renvoie à sa dimension sociétale, c'est-à-dire à l'enjeu éthique et politique qui accompagne la régulation de sa production ou de sa circulation. À cet égard, au-delà du cas développé ici à titre d'exemple, l'avènement et la durabilité de tout marché dessine un collectif de parties prenantes fédérées par les enjeux de la nature et de la légitimité de l'objet de l'échange.

Mots-clés : marchés dérivés, lien, discipline, encastrement, dimension sociétale d'un produit, parties prenantes.

Three forms of market tie in a French stock index-based derivative exchange

From the case study of a stock index-based derivative exchange this paper puts forward three forms of market ties along with three lessons that may be drawn from the sociology of Harrison White. The first form is that of the market as a formal relationship paradigm, or « discipline », between market participants. Far from dissolving all solidarity, the market paradoxically links investors all the better since it relies on the maintained possibility of their individual withdrawal. The forward conditional commitment implied by derivatives happens to make them symbols of this first form of market tie. The second form of tie relies on social (and technical) networks as well as the organisational structures involved in market activity. The author stresses that these structures cannot merely be regarded as « non economic », social prerequisites that embed market activity. The third and last form of market tie is focused more on the product/ service at the heart of the transaction and reflects its societal scope, i.e. the ethical and political factors at stake in its production and circulation. Indeed, beyond the example of French stock index-based derivatives, the article shows that the sustainability of any market depends on the coming together of several heterogeneous private and public stakeholders concerned by the nature and the legitimacy of a particular commodity. Thus, the market appears as a commodity-focused collective « identity », according to White's acceptance of the term.

Keywords : derivative market, social ties, discipline, embedding, societal scope of commodities, stakeholder.

Tres figuras del vínculo mercantil en una bolsa derivada del índice bursátil francés

Basándose en el caso del mercado derivado de un índice bursátil, este artículo pone de realce tres formas de solidaridad mercantil inspiradas de tres lecciones de sociología económica legadas por Harrison White. La primera figura es la del mercado como paradigma relacional (o « disciplina ») entre los intercambiadores : paradójicamente, antes de deshacer toda solidaridad, el mercado une, tanto más cuanto que se basa en el horizonte de la liberación formal permanente. Resulta que la forma de compromiso – a plazo y condicional – implicada por los derivados financieros hace de ellos un emblema por antonomasia de esta primera figura del vínculo. La segunda figura insiste en el conjunto de estructuras relacionales, técnicas y organizacionales diversas que se mobilizan para y por la realización de la actividad mercantil. A contracorriente de la clásica tesis del embeddedness, el autor insiste en que estas estructuras no han de ser consideradas como meros requisitos sociales « no económicos » en los que el mercado estaría encastrado. Por fin, la tercera y última figura se centra especialmente en el producto/servicio que da motivo al intercambio mercantil, remitiendo a su dimensión social, es decir, a la postura ética y política, puestas en evidencia a la hora de regular su producción o distribución. Más allá del ejemplo singular de la bolsa derivada del índice bursátil francés evocado aquí, el advenimiento y el desarrollo sostenible de cualquier mercado implica un colectivo heterogéneo de partes interesadas por la esencia y la legitimidad del producto o servicio tratado en el intercambio.

Palabras clave : mercados derivados, vínculo social, disciplina, embeddedness, dimensión societaria de un producto, partes interesadas.

Trois figures du lien marchand sur une bourse de produits dérivés du CAC 40

David MARTIN*

Le terme « marché » est polysémique. Les sociologues, les économistes ou les acteurs qui s'intéressent au marché s'intéressent en fait variablement à une pluralité de figures du marché. Tantôt il s'agit d'un modèle formel de coordination, plus ou moins « pur » ou « parfait », fondé sur la rencontre d'une offre et d'une demande. Tantôt il s'agit du lieu concret de cette rencontre, plus ou moins distribué et peuplé de médiations humaines et techniques. Tantôt il s'agit du produit échangé lui-même : c'est le cas lorsque le langage courant parle, par exemple, d'un marché « porteur » ou « en pleine expansion ». Tantôt le terme désigne l'ensemble des offreurs et demandeurs qui participent à ce marché : lorsqu'on parle par exemple de « convention de marché », ce dernier terme se référant au collectif des participants directs à l'échange. Tantôt le marché renvoie de manière plus unilatérale à un des deux bords : pour un producteur ou un distributeur, le marché c'est la clientèle, alors que pour un client, le marché c'est l'offre. Tantôt il s'agit d'une combinaison de plusieurs de ces acceptions. La dimension indexicale de l'énonciation du terme suffit souvent à lever l'ambiguïté, mais cette polysémie n'en reste pas moins un problème au moment de confronter les différentes expertises concurrentes du « marché ». De quel marché parle-t-on ? Les différences théoriques sont-elles réductibles à des différences de construction de l'objet ?

* Post-doctorant SENSE (Orange Labs), chercheur associé au CERTOP (CNRS, Maison de la Recherche, Université de Toulouse-Le Mirail - 5, all. Antonio-Machado, 31058 Toulouse cedex 9).
dmartin@univ-tlse2.fr

Le cas d'un marché boursier présente un intérêt singulier pour éprouver simultanément les vertus heuristiques et les limites respectives de plusieurs acceptions du marché. En effet, le marché financier organisé (ou bourse) est une réplique empirique remarquable du modèle théorique du « marché pur et parfait » ; par ailleurs, l'ensemble des offreurs et des demandeurs peut être appréhendé de façon holiste sous le terme de « marché », ce dernier s'exprimant comme un seul homme à travers la variation des cours ; le marché désigne également l'institution en charge de la réglementation, l'organisation et la compensation des transactions (on parle plus exactement d'entreprise de marché) ; enfin, le marché peut aussi désigner l'ensemble des instruments financiers listés sur cette bourse... Nous proposons donc de porter notre attention sur une bourse de produits dérivés pour l'opportunité qu'elle offre d'appréhender simultanément différentes figures du marché.

La contradiction entre lien et marché telle qu'elle est posée (et mise en question) par l'appel à discussion autour de Harrison White mérite d'être interrogée parce qu'elle oppose *a priori* deux ordres des relations humaines : le social et l'économique. La postulation de ces deux ordres séparés a permis d'une part à la théorie économique de définir un champ spécifique des relations humaines et de le constituer en objet propre d'analyse et, d'autre part, à la sociologie économique de dénoncer les hypothèses d'atomicité et de rationalité instrumentale de l'*homo œconomicus* pour mieux souligner que l'existence et la durabilité des relations économiques tiennent à leur encastrement dans un environnement culturel et dans des relations sociales. Peu ou prou, l'opposition entre lien et marché recouvre alors une asymétrie de statut analytique entre les deux réalités désignées : le marché est vu comme un modèle formel dont la simplicité n'a d'égale que son irréalisme ou sa violence symbolique et réelle¹ à l'égard du lien social ; ce dernier évoque quant à lui la réalité empirique des relations humaines qui sous-tendent la coordination économique réelle. Reprenant volontiers la problématique formulée par Pascal Chantelat (2002), qui consiste à s'interroger sur l'existence et la nature de formes de solidarités proprement marchandes, nous nous efforçons ici d'envisager une forme de lien social endogène aux dynamiques marchandes (voir la contribution de Franck Cochoy).

En invitant à envisager la formation des relations et des identités sociales dans leur dynamique, et en appuyant sa théorie sur une multiplicité de terrains relevant essentiellement, mais non exclusivement, de l'économie, Harrison White (1981, 1992, 2002) offre au moins trois manières de dénoncer ce postulat. Comme nous allons le voir, chacune de ces façons implique un

1. Karl Polanyi s'est le premier intéressé à la façon dont le modèle artificiel du marché finit par formater les relations économiques réelles : « *To include [Labour and Land] in the market mechanism means to subordinate the substance of society itself to the laws of the market* » (Polanyi, 1944, 71). Ce phénomène a été remis à l'agenda programmatique de toute une anthropologie des marchés avec la thèse de la « performativité » (Callon, 1998). Une telle résurgence du thème pouvait apparaître comme une réaction droitrière à une certaine critique sociale du libéralisme en ce qu'elle opposait la consistance empirique des lois formelles du marché à ceux qui se faisaient fort d'en dénoncer l'irréalisme idéologique. Mais le caractère performatif de la théorie économique invite finalement à considérer que non seulement le marché relève de l'artifice idéologique mais qu'en plus il fait l'objet d'un travail d'enrôlement lourdement instrumenté... C'est en ce sens que nous utilisons l'expression de « violence symbolique et réelle ».

rapport différent aux notions de « lien » et de « marché ». Nous proposons de zoomer sur quelques moments significatifs de la carrière du Marché des options négociables de Paris (MONEP) pour illustrer comment l'opposition classique entre lien et marché y apparaît triplement récusable. Les données sur lesquelles s'appuie notre démonstration proviennent d'une enquête effectuée sur l'histoire de ce marché à partir de la consultation d'archives documentaires (rapports de commissions préparatoires à la création du MONEP, publications professionnelles et officielles diverses), d'une revue de presse (généraliste et spécialisée) exhaustive sur la période 1977-2000 et d'entretiens auprès de quelques intervenants historiques sur cette bourse dérivée. Sur la base de cette étude de cas, nous identifions trois niveaux d'appréhension du « marché » en montrant comment chacun implique diverses formes de lien social : la récusation de l'opposition entre lien et marché pourra être tenue comme d'autant plus robuste qu'elle résiste à la variabilité sémantique des termes. En pratique, les trois niveaux de liens marchands que nous distinguons sont évidemment intriqués : nous les faisons émerger à travers une chronique qui rend compte de dynamiques de structuration d'un espace marchand qui empruntent à ces registres multiples du lien social.

Première chronique : des options négociables à Paris

Le MONEP : entre transposition et réinvention d'un marché

Les options sur actions comme celles qui s'échangent sur le MONEP sont des contrats à termes dits conditionnels, par opposition aux contrats à termes fermes. Elles offrent à leur acquéreur le droit – et non l'obligation – d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) une quantité donnée d'actions sous-jacentes à un prix (dit prix d'exercice) et à une échéance déterminés. La grande innovation de ces dernières décennies a consisté à les rendre négociables sur des bourses.

La négociabilité des options a été inaugurée en 1973 à l'occasion de l'ouverture du Chicago Board of Option Exchange (CBOE). Elle a fait la différence en rendant les contrats fongibles grâce à la standardisation de leurs caractéristiques : actif sous-jacent, prix d'exercice, échéance, sens (achat ou vente). L'option devenait ainsi plus « liquide », d'autant plus liquide qu'une chambre de compensation s'interposait comme offreuse et demandeuse. La liquidité d'un titre financier correspond à la plus ou moins grande facilité (immédiateté) avec laquelle celui-ci peut être acquis et surtout cédé. La désignation par la chambre de compensation du MONEP de « teneurs de marché » dont la mission était d'animer les échanges a constitué un dispositif supplémentaire de garantie de liquidité. La fonction de tenue de marché correspond à celle du *market maker* anglo-saxon. Elle consiste pour une société de bourse, ou autre établissement de crédit habilité à la négociation

directe sur le marché, à s'engager à tout instant sur un prix de vente et un prix d'achat pour un volume minimal. Une offre et une demande minimales sont ainsi assurées en permanence.

La création du MONEP en septembre 1987 est souvent présentée dans les ouvrages de vulgarisation ou dans la presse comme une innovation emblématique de la « modernisation » tous azimuts de la place de Paris au cours des années quatre-vingts. La présentation de cette modernisation protéiforme, au sein de laquelle l'informatisation de la bourse occupe une place de choix, aligne invariablement le Marché à terme d'instruments financiers (MONEP) et le MATIF sous le même alinéa : celui de l'introduction des produits dérivés. La négociabilité a été annoncée comme une « révolution » nécessaire, le MONEP venant parfaire un « *big bang* » à la française. La rhétorique de la modernisation et de la nécessité a continué d'accompagner les réformes ultérieures de ce marché, les journalistes relayant souvent le discours des représentants de la Société de compensation de marchés conditionnels (SCMC)². La nécessaire modernisation dont procède le MONEP d'après ses promoteurs et commentateurs contemporains se comprend dans une logique de *benchmark* international selon laquelle ce marché s'imposait comme la transposition française inéluctable d'un modèle de bourses d'options essaimant sur les autres grandes places (Chicago en 1973, Amsterdam en 1978 ou encore Londres en 1979). Mais l'analyse de cette transposition montre qu'il a fallu réinventer un consensus social et technique à l'échelle nationale. Et tout au long de sa carrière, ce marché a fait l'objet d'une reformulation collective permanente de sa « nécessité ». À l'heure où les places financières fusionnent, l'histoire de ce marché est donc aussi l'histoire de la façon dont une bourse locale (à l'échelle du monde) est durablement parvenue à se constituer une identité et à la maintenir sur un pan d'activité pourtant disputable. Un des intérêts de ce cas est alors d'interroger la question du lien au travers de celle de la mondialisation financière : comment cette dernière se construit-elle et se légitime-t-elle par rapport à des solidarités préexistantes ? Comment en construit-elle de nouvelles ? Bref, quels sont ses ressorts et son étendue ?

La Compagnie des agents de change³ (CAC) avait profité de la mise en route d'une politique de promotion de l'actionnariat engagée depuis 1978 par les autorités publiques⁴ pour soutenir un premier projet de marché dérivé des

2. La SCMC est le nom pris par la société de compensation des opérations réalisées sur le MONEP entre 1987 et 1996. À partir de 1996, elle devient l'entreprise de marché MONEP SA, filiale de la SBF (Société des bourses françaises), héritière de la Compagnie des agents de change. La SBF est devenue PARISBOURSE^{SBF} SA en 1999, avant de fusionner l'année suivante avec les sociétés de compensation des bourses d'Amsterdam et de Bruxelles pour donner naissance à EURONEXT. Pour éviter les confusions liées à cette accélération institutionnelle de l'histoire, nous avons arrêté notre chronique à l'an 2000.

3. Les agents de change étaient les intermédiaires historiques de la bourse des valeurs françaises. Ils jouissaient d'un monopole en tant qu'officiers ministériels garants de la bonne fin des transactions et responsables sur leur patrimoine (Verley, 1987).

4. En 1979, Le ministre de l'Economie, René Monory, qui faisait du « *renforcement des fonds propres des entreprises françaises [...] un objectif prioritaire de la politique du Gouvernement* », estime « *essentiel que les techniques utilisées sur le marché français (des actions) soient aussi modernes que celles utilisées à l'étranger et soient compatibles avec elles* » et convoque alors une commission chargée d'étudier « *la modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation des valeurs mobilières* » (Lettre du 24 juillet 1979 par laquelle le ministre convoque la Commission Pérouse).

actions. Ce projet dit de « simplification des opérations conditionnelles » fut intégré à l'ordre du jour des réflexions sur recommandation de la Commission Pérouse convoquée par le ministre. En son sein, les représentants des agents de change en avaient été les promoteurs. Parallèlement aux projets de modernisation du marché des titres de propriété proprement dit, la création d'un marché d'options négociables apparaissait comme un dispositif complémentaire pertinent pour vaincre l'étroitesse et la faible liquidité relative du marché sous-jacent des actions françaises, véritable cible de ce chantier de réforme. Tel investisseur méfiant qui pourrait acquérir le droit de revendre un titre à terme à un prix d'exercice garanti s'engagerait plus volontiers dans l'acquisition de ce titre, argumentait-on. Par ailleurs, la création d'un marché dérivé devait entraîner un surcroît d'activité en offrant des possibilités nouvelles d'arbitrage avec le marché sous-jacent. Dans cette mesure, le MONEP s'apparentait dans sa conception initiale à un « *dispositif de captation* » (Cochoy, 2004) d'investisseurs français et étrangers pour le développement du marché des valeurs françaises (Martin, 2004). Toutefois, le tournant politique et économique de 1981 ajourna nombre des réformes prévues par la Commission Pérouse, notamment les plus subsidiaires comme la création du MONEP. La « nécessité » d'une amélioration des circuits de traitement de la dette de l'État au milieu des années quatre-vingts entraîna finalement l'ouverture du MATIF⁵. De conception pourtant ultérieure à celle du MONEP, le MATIF devint en 1986 l'aîné des marchés organisés de produits dérivés en France : comme souvent dans l'histoire de la place de Paris, c'est l'enjeu du financement de l'État qui vint orienter les grandes mutations (Lehmann, 1997). Les charges d'agents de change disparurent en 1987 et devinrent des sociétés de bourse au capital ouvert (le plus souvent investi par des banques). Paradoxalement, alors qu'une chronologie sommaire inciterait à associer l'avènement du MONEP à la disparition de ces protagonistes historiques de la Bourse de Paris, c'est bien au sein de leur chambre syndicale qu'a mûri en grande partie le projet de sa création. Le sigle CAC fut diplomatiquement conservé — en hommage à l'institution historique de la Bourse de Paris — pour désigner un nouvel âge de cette place financière : celui de la Cotation assistée en continu, à savoir celui de l'informatisation des négociations boursières (Muniesa, 2003).

La CAC avait su faire de façon précoce une place à des spécialistes de finance universitaire ouverts sur les expériences américaines. Par exemple, elle avait financé et publié dès 1981 une thèse sur les options négociables soutenue par Jean-Claude Augros, jeune docteur averti des théories financières modernes. Ces mêmes théories dont l'application pratique contribuait au succès du CBOE (Bernstein, 1992 ; MacKenzie, Millo, 2003). Alors que ce dernier marché avait essentiellement été conçu dans le prolongement des marchés à terme de Chicago, et avait échappé à Wall Street, le grand marché national des actions

5. Créé *in extremis* sous la tutelle réglementaire du jeune CMT (Conseil des marchés à terme créé en 1985), le MATIF fut avant tout le marché de contrats à termes sur des produits de taux représentatifs de la dette publique française à long terme (au premier rang desquels le fameux contrat « notionnel »).

américaines (Simon, Hersent, 1989), le MONEP fut institutionnellement affilié au Conseil de la bourse des valeurs. Ceci explique qu'il ait dérivé d'un sous-jacent particulier, les actions des entreprises françaises, alors que ses modèles ou ses homologues étrangers se sont souvent davantage diversifiés. La relative contemporanéité du MATIF et du MONEP a contribué à occulter les deux univers institutionnels différents qui les ont impliqués. C'est avec un certain sens de l'opportunisme politique que la CAC a emboîté le pas d'un nouvel élan de « modernisation » — le cap sur les dérivés — pour obtenir la création du MONEP sur la place de Paris. Loin de venir d'une urgence imposée par la seule pression d'une « modernité extérieure », cette création a largement été le fruit de l'anticipation et de l'opportunisme opiniâtre des anciens tenants de la place.

Les entreprises dont les titres ont donné lieu à l'émission d'options (représentées au sein de la Commission Pérouse par le président de l'Association nationale des sociétés par actions) ont formulé des inquiétudes parfois durables vis-à-vis d'un tel marché pour la spéculation dérivée qu'il pourrait susciter. Une deuxième réserve de leur part tenait au souci que ce marché anonyme, en permettant d'acquérir à terme leurs titres en masse, puisse constituer un levier pour des stratégies de prise de contrôle de leur capital difficiles à déjouer. Par rapport à cette deuxième réserve, la SCMC a d'abord mis en avant l'absence de précédent historique avéré, puis des dispositifs de limitation des engagements d'un seul investisseur sur une même classe d'options furent d'emblée instaurés de façon préventive. L'apaisement des craintes concernant la spéculation accrue sur leur valeur a été essentiellement entrepris par de fidèles et laborieux défenseurs de l'option négociable : les spécialistes français de la théorie financière moderne. Ils se firent l'écho de travaux rétrospectifs de leurs collègues américains qui montraient que l'existence d'un marché dérivé avait un impact positif sur la liquidité du marché sous-jacent et plutôt négatif sur sa volatilité... La CAC puis la SCMC soutinrent de telles publications, ainsi que les résultats d'une enquête conduite en 1990 par les chercheurs d'*Associés en Finance*⁶ qui abondait dans le même sens sur la base du jeune cas français.

Ces gestionnaires d'origine universitaire ont continuellement contribué à la promotion du MONEP, et même à sa survie lorsque sa légitimité a été mise à mal. En effet, le krach d'octobre 1987 a constitué un baptême du feu. Parmi d'autres facteurs suspectés de ce désastre, les observateurs posèrent la question de la responsabilité des nouveaux produits dérivés⁷. La bourse n'avait-elle pas pris une « option risquée » ? Ces options liquides n'étaient-elles pas un nouvel épice de « séismes », se demandait-on ? Le marché fut même provisoirement fermé. Le Rapport Deguen trancha en se montrant sensible aux arguments des universitaires nationaux et transatlantiques mobilisés pour mettre en évidence la méprise qu'il y aurait à accuser les

6. Au premier rang desquels Bertrand Jacquillat, de l'université Paris Dauphine, dont il sera à nouveau question plus bas. Nous avons réalisé un entretien avec un des membres de ce groupe.

7. Voir par exemple : *Valeurs Actuelles*, 26/10/87 ; *Le Monde*, 28/10/87.

dérivés lorsque les sous-jacents sont véritablement en cause. Les débats noués autour de la perte d'efficacité de la politique monétaire au tournant des années 80-90 constituèrent une autre occasion de mise en cause des marchés dérivés. Dans une perspective de maîtrise du taux d'inflation, l'objectif intermédiaire de la politique monétaire s'était concentré de façon prioritaire sur le contrôle des grands agrégats monétaires. Or les innovations financières dans leur ensemble et en particulier les plus liquides sont venues perturber le cloisonnement entre monnaie et actifs financiers. Les options étaient alors soupçonnées de participer au phénomène de substituabilité croissante entre monnaie et titres⁸. Les innovations financières n'ont pourtant pas été remises en cause : c'est la définition de la politique monétaire qui s'est adaptée. La Banque de France a « composé avec les dérivés », selon l'expression convenue. D'une certaine manière, les autorités politiques et monétaires sont apparues captives du consensus et des relations de coordination nouvelles nouées avec la place financière à l'occasion des récentes réformes.

La carrière du MONEP a été rythmée par un impératif : la liquidité. La publication des chiffres sur les volumes d'activité fut régulière dans la presse financière. Le président de la SCMC lui-même, Alain Morice, acceptait volontiers d'être l'ambassadeur médiatique de son propre marché, pas seulement pour l'annonce de réformes importantes ou pour les anniversaires, mais aussi pour faire publicité de bons chiffres ou orienter l'interprétation des moins bons (« le marché arrive à maturité », « phase de consolidation normale »...). Chaque étape était considérée comme un nouvel aboutissement d'une destinée promise. Les métaphores de la performance automobile (« montée en puissance » après le « rodage ») ou celle, plus familiale, de l'enfant chéri de la place boursière vinrent alternativement connoter la publicité faite à ces chiffres. Cette thématique propre à susciter l'attachement affectif ou l'admiration trahissait une nécessité vitale plus impérative pour ce marché : celle du ralliement d'un nombre toujours plus grand d'investisseurs à ce succès collectif, car telle est une clé de la liquidité — positivement corrélée au nombre des intervenants sur le marché et au volume d'activité. Pour étendre son champ d'action sans mettre en cause la liquidité, la SCMC expérimenta en 1994 des classes d'options sur actions moins liquides en prenant soin de les coter « au fixing », c'est-à-dire en concentrant la négociation sur des temps limités. Cette innovation fut l'objet d'une publicité importante dans la presse financière et l'événement fut abondamment présenté comme l'ouverture tant attendue du « second marché » du MONEP. Référence était ainsi faite au vrai « Second Marché⁹ » de la bourse, inspiré du NASDAQ et récemment lancé avec succès. La captation des investisseurs passe aussi par l'exploitation de recettes éprouvées dans des univers sociotechniques connexes.

8. *Bulletin de la Banque de France*, 1994, n° 6, 86.

9. Il s'agit du marché des valeurs dites « de croissance », i.e. les entreprises de taille plus modeste que celles du Premier Marché, mais dont la cotation au fixing a assuré une liquidité ponctuelle.

Ebauche de trois niveaux de lien marchand

Sur la base de cette première chronique, nous pouvons dégager trois figures du lien marchand. Chacune de ces figures implique une certaine conception, et du marché et du lien, inspirée d'une leçon tirée de notre lecture de la contribution sociologique de H. C. White.

Le modelage marchand du lien social (*Market as arena/discipline*)

En tant que bourse, le MONEP correspond à bien des égards à une manifestation réelle d'un marché théorique. De façon tautologique, ce dernier est d'ailleurs vraisemblablement une vue intellectuelle inspirée de ce modèle historique de coordination marchande qu'est la bourse. Il reste que les grands principes de séparation et de centralisation de l'offre et de la demande, de continuité de la cotation, de transparence, etc., sont remarquablement organisés par les algorithmes informatisés de gestion des ordres, ceux-ci correspondant à de véritables « *robots walrasiens* » (Muniesa, 2000). En outre, il y a sur le MONEP une adéquation instantanée de l'offre et de la demande : les ordres de vente et d'achat sont centralisés et le système apparie ceux qui sont mutuellement compatibles (en termes de prime). De la sorte, ne sont finalement « produites » que les options qui sont effectivement échangées puisque, pour que le contrat existe, il faut et il suffit que deux contractants s'accordent et s'engagent sur un certain nombre de termes. Le principe de sélection pure et d'appariement de l'arène (White, 1992) y règne donc en modèle moral de référence et à bien des égards dans les faits. La logique d'appariement entre échangeurs est même singulièrement affranchie de tout souci relatif à la production du bien échangé, les quantités s'ajustant instantanément.

La liquidité, comme promesse de désengagement possible, est tenue pour une vertu majeure des marchés financiers en général (Orléan, 1999). Plus les transactions sont nombreuses et continues, plus les échangeurs potentiels sont attirés qui voient la possibilité de dénouer leurs positions à tout instant, à un prix non erratique (parce que résultant de la confrontation d'un grand nombre d'opérateurs). On investit et on s'attache d'autant plus à un marché qu'il présente des gages de sortie instantanée dans des conditions équitables : « Venez sur le MONEP, vous pouvez toujours en partir ! ». Se « quitter quittes », pour reprendre la formule de Callon et Latour (1997), est tout aussi bien le signe d'une relation réussie qui ne mémorise aucun regret, aucun remord, aucun sentiment d'iniquité, bref autant de bonnes raisons de ne pas hésiter à s'engager à nouveau. Une arène liquide institue une forme de lien faible entre les échangeurs dans le sens où la relation n'a pas la continuité et le niveau d'intimité d'un lien fort. Mais la faiblesse d'un lien ne préjuge pas de sa force (Granovetter, 1973). Le maintien d'une possibilité permanente de se désengager constitue sur les marchés un ressort significatif de captation (Cochoy, 2004). Notons que l'option, dans son principe même d'engagement

conditionnel, porte la valorisation de cette forme de lien faible à un degré singulier. Á l'instar des marchés dérivés en général, le MONEP est une promesse de maîtrise du risque de valeur encouru sur le marché sous-jacent (dont on peut se réserver une option de sortie dans des conditions acceptables en cas de catastrophe).

Les investisseurs particuliers que nous avons rencontrés à l'occasion d'une observation participante à l'École du MONEP étaient contents d'échanger leur expérience sur ce marché jusqu'ici impersonnel, ceci à l'instar des participants à différents forums électroniques spécialisés que nous avons pu facilement consulter. Si elle peut paraître un peu abstraite, la première forme de solidarité que nous soulignons entre participants à la même institution marchande trouve ainsi une manifestation patente dans la complicité « spontanée » qui se forme quand l'anonymat tombe, un peu comme une solidarité nationale s'exprimerait entre deux ressortissants qui, s'ignorant mutuellement au préalable, sympathiseraient en terre étrangère sur la base leur appartenance commune.

Le liant sociotechnique qui tient le marché (*Market from sociotechnical networks*)

La notion de marché boursier renvoie essentiellement au fait qu'il existe une « société de compensation », ou « entreprise de marché », qui vient s'interposer entre l'offre et la demande en centralisant les ordres de sens inverse et en assurant la publication de la cotation résultante pour les titres financiers admis à la négociation. En plus de veiller à la bonne fin des opérations financières qu'elle organise, la SCMC assure formellement le travail de définition des caractéristiques des contrats qu'elle accepte d'encadrer, en amont des échanges effectifs réalisés sur le MONEP. Le modèle marchand de premier niveau ne tient que parce que le marché est tenu justement. La mise en lien effective des acteurs, nécessaire au fonctionnement d'un tel marché, fait l'objet de multiples activités de coordination : le travail de définition des contrats standard, la mise en place de systèmes de garantie, l'équipement technique et cognitif des intervenants sur le marché, l'activité de « tenue de marché » au sens strict, qui attache d'ailleurs le teneur à une organisation interne très stricte, etc.

Une des contributions des études sociales de la finance a été de mettre en avant les systèmes organisationnels et techniques de garantie de la fluidité des échanges (Martin, 2002) ou la structure sociale sous-jacente à la liquidité (Carruthers, Stinchcombe, 1999¹⁰). Le lien marchand de premier niveau implique donc une multitude de liens qui justifie la prise en compte d'une deuxième figure de lien marchand : les liens qui tiennent et animent le marché. Cette deuxième figure de lien marchand s'inspire de la contribution

10. Se concentrant sur le cas des marchés secondaires des hypothèques américaines et de la dette publique britannique, ces auteurs insistent sur le laborieux processus collectif qui préside à l'une des conditions de la liquidité : la standardisation des titres qui assure leur négociabilité.

de White (2002) de façon plus libre. Elle en retient la pertinence de la question de l'équilibre structural qui sous-tend la stabilité et la continuité d'un marché. Elle en retient également l'attention portée aux liens, conventions, dispositifs ou « signaux » qui sont explicitement orientés vers un souci de coordination marchande – et pas seulement les liens hétérodoxes qui soutiennent le marché (Granovetter, 1974 ; Hassoun, 2000). D'ailleurs, les liens « personnels » ne sont pas à proprement parler hétérodoxes puisque c'est aussi l'activité de marché préalable, et notamment la sociabilité de parquet ou les relations de confiance déjà nouées par les intermédiaires boursiers avec leurs clients, qui, d'après les intervenants historiques que nous avons rencontrés, a favorisé le lancement du MONEP. Dans cette deuxième figure, le marché est donc envisagé comme un espace social et technique assurant la coordination concrète sur le marché.

Un marché comme entité collective découplée (*Markets as Identities*)

Les deux premières figures en impliquent à leur tour une troisième. La marchandisation de l'option, et même son hypermarchandisation liée au fait qu'elle a été rendue négociable, renvoie à une conception de son utilité publique. Dans les années vingt, les options furent mêlées à des opérations de manipulation des cours. Un cas de collusion entre quelques courtiers et spéculateurs ayant acquis une certaine notoriété avait fini par leur donner mauvaise presse auprès du grand public. Après avoir échappé de peu à leur interdiction pure et simple suite aux enquêtes consécutives au krach de 1929, elles furent finalement soumises à des conditions réglementaires qui rendirent difficile et découragèrent même nombre d'instances susceptibles d'en organiser le fonctionnement (Overby, 1999). L'avènement du CBOE a donc supposé une véritable épopée juridique et institutionnelle et la mobilisation personnelle et financière d'hommes de conviction qui se sont imposés comme les « *papes du développement des marchés dérivés américains* » (MacKenzie, Millo, 2003). En France, la légitimité de cette marchandise a dû se construire par la mobilisation d'un ensemble de parties prenantes, au premier rang desquelles les échangeurs multiples bien sûr, mais aussi les conseils d'administration des sociétés par actions donnant lieu à l'émission d'options, puis la banque centrale en charge du gouvernement monétaire et jusqu'au ministère de l'Économie et des Finances.

Pour le dire dans les termes d'Harrison White (1992), tout se passe comme si l'enjeu de la création d'une arène impliquait simultanément les deux autres disciplines distinguées par ce sociologue : l'interface entre acteurs soucieux d'une convention de qualité sur le produit échangé, et le conseil en cela qu'elle suppose un travail d'influence et de conviction publique pour la défense d'un espace légitime de circulation d'un produit. À travers les figures du spécialiste de finance moderne ou de l'agent-de-change-parisien-mû-par-le-souci-de-régénération-de-son-activité, notre étude a fait apparaître des entrepreneurs de finance dérivée homologues aux « *entrepreneurs de morale* »

de Becker (1963). Mais en attachant des participants (teneurs de marchés et autres investisseurs de tous ordres) et en ménageant la bienveillance des parties prenantes plus indirectement impliquées, les fondateurs du MONEP ont créé un collectif centré sur leur marché produit.

L'épicentre actanciel de ce collectif s'est incarné dans l'institution de l'entreprise de marché : la société compensatrice. L'adoubement officiel (politique et institutionnel) qui a consacré ce nouvel acteur en fait formellement l'émanation d'une « volonté générale¹¹ », celle de créer un espace marchand liquide pour les options sur actions. En tant que collectif de parties prenantes fédérées par un même objet (le marché/produit) et investi d'une autorité légitime, on peut considérer le MONEP comme une *identity* découplée, c'est-à-dire une instance d'action susceptible d'influer sur le reste du corps social.

Nous proposons un tableau qui synthétise ces trois figures du lien marchand en spécifiant comment chacune correspond à un enjeu cognitif et éthique.

Tableau 1 - Récapitulatif de trois figures du lien marchand inspirées de la sociologie de H. White

<i>Figure du lien marchand</i>	<i>Conception du marché</i>	<i>Conception du lien</i>	<i>Niveau d'analyse</i>
Le marché comme lien (<i>Market as an arena/discipline</i>)	Le marché comme paradigme relationnel	Lien générique et formel qui unit les échangeurs	Forme morale du lien social
Les liens qui tiennent (par et pour) le marché (<i>Market from [sociotechnical] networks</i>)	Le marché comme espace social et technique de coordination	Ensemble des relations formelles et informelles (de pouvoir/ collaboration/ contrôle, etc.), instrumentées et orientées vers la réalisation de l'échange	Fonctionnement du marché (qualification des échangeurs et du produit, détermination du prix) Genèse du social par l'activité marchande
Le découplage du marché (<i>Market as Identity</i>)	Le marché comme collectif de parties prenantes solidaires d'un produit/service	Encastrement/ découplage d'un secteur d'activité marchand	Envergure sociétale de l'activité Légitimité et sens éthique du produit

Le troisième niveau de lien marchand questionne la frontière du marché et avec elle l'identité même du marché-produit. À l'occasion d'une deuxième chronique qui montre comment le MONEP est devenu singulièrement la bourse des dérivés sur indices français puis européens, nous allons mieux prendre la mesure de l'épaisseur actantielle prise par l'entreprise de marché. Cette

11. À bien des égards, tout marché relève de la politique publique : en dernière instance, l'État y est sans cesse impliqué. La macroéconomie contemporaine l'admet d'ailleurs implicitement en définissant la figure du « planificateur omniscient » : le marché apparaît dans les théories de la croissance (Ralle, 2000), notamment, comme une modalité d'allocation des ressources parmi d'autres (ex. la réglementation). Le marché est une solution de coordination qui mérite d'être appréciée cas par cas en fonction de son optimalité sociale. À cet égard, le marché correspond bien à une forme de régulation et non à l'absence de régulation.

dernière apparaît comme l'acteur pivot de l'intégrité et de la capacité de contrôle de ce marché, ainsi que de l'identité de son marché-produit. Dans cette deuxième chronique, nous pourrions aussi apprécier comment les trois niveaux de lien marchand s'impliquent mutuellement.

Deuxième chronique : le cap sur l'indice

La politique toujours plus affirmée de positionnement du MONEP en champion des produits dérivés, conditionnels et fermes, spécialisé sur les indices se comprend à la fois à la lumière de l'impératif de préservation et d'amélioration d'une arène marchande suffisamment liquide, et à la lumière des solidarités sociotechniques historiquement formées autour de ce marché. La genèse de cette vocation, à rebours de celle qui le destinait à être le champion des options (exclusivement) sur une pluralité potentielle de sous-jacents, permet ainsi de mettre en évidence l'intrication des trois niveaux de lien marchand.

L'option indicielle du monep : entre vocation et opportunisme

Nous avons déjà insisté sur la filiation institutionnelle et politique du MONEP qui conduisait à le positionner d'entrée comme un marché prioritairement dérivé des valeurs françaises traditionnellement négociées par les agents de change sur le parquet de Paris. Le fait que la création d'un marché d'options négociables ait été historiquement couplée avec l'informatisation de la bourse a favorisé cette spécialisation : « *avec la fermeture de la Corbeille, les maisons avaient toute une masse de compétences à réemployer... des gens qui avaient plutôt un profil [marché des] actions* », nous rappelait un teneur de marché de la première heure à l'occasion d'un entretien. Aussi, dans un contexte de « volatilité des postes » induite par l'informatisation (Godechot, Hassoun, Muniesa, 2001), les considérations relevant de la politique salariale pour les charges d'agents de change devenues sociétés de bourse favorisaient aussi une spécialisation durable sur les actions puis sur les indices représentatifs d'un portefeuille d'actions. Le MONEP émit son premier contrat sur le CAC 40 moins d'un an après sa naissance. Dès sa création, le MONEP fut associé à la conception de cet indice synthétique de la place de Paris. À la faveur de la privatisation de quelques grandes entreprises qui accédèrent à la cote l'année précédente, les concepteurs purent bénéficier d'un échantillon représentatif de l'économie nationale. L'option sur indices s'imposa assez vite comme un produit phare, en termes de volume de contrats comme en termes de capitaux investis dans les primes (c'est le nom donné aux prix de ces produits assurantiels que sont les options). Très vite, le succès de l'option sur indices singularisa le MONEP par rapport à ses homologues européens dont les performances étaient plus distribuées sur d'autres types de sous-jacents. Cette singularité ne se démentit plus¹².

12. Voir *Les Échos*, 03/9/91, 06/12/92, 09/6/94, 04/9/97, 15/6/98 ; *Le Monde*, 13/12/91 ; *Agéfi*, juin 1996 et janvier 1997 ; *Services de presse Monep*, 09/11/98.

Plusieurs signes précoces de son histoire pourraient encourager à considérer la vocation indicielle du MONEP comme « naturelle ». Le succès durable des dérivés d'indices semble en effet avoir été préparé en profondeur à bien des égards. L'option sur indices s'avère d'ailleurs une invention française dont la CAC a été le laboratoire. Bertrand Jacquillat, universitaire français spécialiste de finance et conseiller auprès de la CAC, publie dans la revue *Banque* un article fondateur en 1980 — au moment où l'aboutissement du projet de « simplification des opérations conditionnelles » apparaissait aussi vraisemblable qu'imminent. Son article témoigne d'une représentation assez claire des attentes des investisseurs : il se fait l'écho de gestionnaires de portefeuilles acquis aux principes d'un tel produit, mais peu enclins à penser qu'un portefeuille diversifié soit susceptible de présenter une volatilité suffisante pour attirer un courant spéculateur ou stimuler suffisamment un désir d'assurance¹³. Il entreprend à cet effet des simulations rétrospectives afin de montrer qu'un panier d'actions, certes moins volatile qu'une action particulière, présente tout de même un potentiel spéculatif suffisamment attirant. Il s'agissait d'un véritable travail de conviction entrepris à l'endroit des investisseurs et des intermédiaires. Au moment du lancement du MONEP, sept charges proposaient déjà des options sur indices en anticipation d'un développement de cet instrument de gestion indicielle. L'attitude alternativement proactive et réactive des promoteurs de l'option sur indices s'est continuellement vérifiée : avec la participation de représentants du MONEP à la définition d'indices nouveaux, comme le SBF 120 ou l'indice européen STOXX, ou à l'heure de proposer des options inédites « attendues par les investisseurs », notamment sur les nouveaux indices. Cette réactivité a aussi été éprouvée dans la participation de la SCMC au règlement du contentieux survenu au début de l'année 1991 suite à des manipulations de cours de clôture exploitant des défauts de calcul de l'indice : l'enjeu pour le MONEP était finalement de veiller à l'intégrité et à la continuité de son marché.

Au moins dans une logique de dépendance du sentier, la SCMC a veillé à étendre et à préserver ses pôles de liquidité sur des compartiments où elle était l'heureuse victime de son propre succès. On peut relativiser la lecture en termes de vocation précoce en soulignant combien la SCMC apparaît aussi à rebours comme la captive consentante d'une aubaine offerte par certains investisseurs (au détriment de sentiers alternatifs à ce cap sur les indices).

D'abord, la vocation indicielle du MONEP apparaît plus usurpée que nous l'avons suggéré si on prend au sérieux l'anecdote rapportée par Bernstein (1992) à propos de l'épisode Jacquillat. Avant même la publication de son travail, celui-ci aurait exposé son concept en 1979 à un parterre d'intermédiaires financiers et d'investisseurs français perplexes. Il se serait

13. À proprement parler, la gestion indicielle renvoie à l'investissement dans un portefeuille de titres suffisamment diversifiés pour limiter les risques en « ne mettant pas tous ses œufs dans le même panier ». Markowitz (1952) a formalisé cette stratégie intuitive de sélection de portefeuille et conçu le concept séminal de risque non diversifiable. L'option sur indices dérive donc de ce point de vue de la théorie financière : elle vise à couvrir le risque résiduel du portefeuille de marché soumis à un risque de valeur bien traduit par les variations d'un indice synthétique.

même vu demandé si « *ce genre de trucs [avait] été expérimenté par les américains* ». Des témoignages que nous avons recueillis laissent penser que la place française était effectivement relativement attentiste et réactive vis-à-vis de l'exemple américain, en matière d'innovation sur les dérivés, y compris sur les marchés de gré à gré. Un ancien *trader*/chef de *desk* explique, par exemple, que le lancement de son activité d'options de change de gré à gré au milieu des années quatre-vingts s'est surtout fait parce que de « *gros clients français* » venaient les voir en disant : « *les banques américaines nous proposent des trucs formidables* » ; afin de ne pas perdre leurs clients sur l'activité traditionnelle du crédit, les banques se seraient acculturées progressivement à ces produits dérivés qu'elles « *n'auraient pas proposés spontanément*¹⁴ ».

Surtout, le MONEP avait au moins deux autres options (voies) de développement possibles. Assez tôt, la compensation d'options de change négociables avait été envisagée comme souhaitable et probable (Marteau, Minquet, 1986) et fit durablement l'objet de projets¹⁵. Mais c'est finalement le MATIF qui s'est emparé des projets d'options USD/FF et USD/DM entre 1988 et 1989. Le MONEP, à la différence de son modèle premier de référence, le CBOE, n'a jamais envisagé durablement une diversification de ses sous-jacents. Il s'est consacré exclusivement aux actions et aux indices. Une deuxième voie qui n'a finalement pas été empruntée est celle de la création d'un marché dérivé national intégré (*futures* + options). Pourtant, cette voie a existé comme une « nécessité » exprimée par certains commentateurs et par les acteurs de ces marchés eux-mêmes. Le « destin » du LTOM a été de fusionner avec le marché à terme anglais, le LIFFE. Ce marché a été institué en exemple de référence qui interpellait de fait les instances organisatrices du MATIF et du MONEP. Mais, malgré leurs rapprochements ponctuels, ces deux frères de légende ont couplé une collaboration de façade avec une répartition jalouse du territoire. La complicité distante entre leurs dirigeants a tenu à leur préférence relativement assumée pour l'indépendance et la permanence dans leur tradition propre. Aussi le MONEP a-t-il récupéré les contrats à terme ferme sur indices et le MATIF a compensé des options sur taux et sur contrats à terme MATIF. Ainsi, ce n'est pas sa vocation initiale de marché conditionnel qui l'emporta pour le MONEP, mais une « vocation » plus récente en matière de gestion indicielle, fût-elle ou non appuyée sur des instruments conditionnels.

La transposition des modèles de l'économie dominante au niveau international passe ainsi au crible de nécessités très locales : l'univers institutionnel domestique et les capacités professionnelles propres des acteurs qui assument la reprise du modèle en le réinventant. Toutefois, l'environnement international n'a pas seulement joué comme un réservoir de modèles qui inspirent ou dessinent des voies de développement. Il a constitué une source d'opportunités, de coopérations multiples et un espace concurrentiel structurant pour l'adoption d'un positionnement.

14. Notons que rien n'exclut que la logique du métier soit plus forte que l'aspect culturaliste implicite de cet argument.

15. *Eurépargne*, février 1989.

Les sociétés de compensation devenues entreprises de marché, tout en conservant une mission d'intérêt public vis-à-vis de l'animation et de la sécurisation du marché, n'en restent pas moins des instances privées à but lucratif, elles-mêmes sur un marché. Le MATIF et le MONEP ont toujours entretenu une rivalité symbolique mais ont établi un pacte implicite de non-concurrence. La rivalité entretenue régulièrement dans la presse entre les différentes bourses de produits dérivés internationaux, par la publication de palmarès sur les volumes d'activité, exprime toutefois l'existence d'une concurrence, notamment au sein de l'Union européenne. Les prétentions à être le marché européen sur un produit ou un autre ont existé pour nombre des bourses évoquées. Le ton avait été donné très tôt par l'EOE (*European Options Exchange*) d'Amsterdam, le premier marché d'options négociables du continent, qui s'était explicitement donné une vocation européenne. Quant au LTOM, il essaya régulièrement de couper l'herbe sous les pieds des marchés dérivés français en espérant bénéficier de l'avantage comparatif lié à ses commissions ou aux différences de fiscalité. Les bourses européennes se concurrencèrent également sur la conception d'un indice européen et sur l'émission de dérivés associés¹⁶. Ainsi, l'Union économique n'a pas impliqué une dynamique coordonnée de création d'un indice boursier représentatif de son espace économique. Le processus a été laissé à des initiatives spontanées et concurrentes des places financières, le « marché » devant trancher sur leurs pertinences respectives. Le MONEP a fait bonne figure avec son option sur indices STOXX, finalement tardive (1998) suite à des précédents moins probants de ses bourses concurrentes. Signe de reconnaissance internationale, le MONEP obtint même de l'autorité des marchés à terme américains le droit de commercialiser cet indice paneuropéen aux États-Unis¹⁷. L'accès aux investisseurs américains, ou acculturés à l'investissement sur les places internationales dominantes, a toujours été un front de concurrence entre les bourses mondiales. En cela, ces dernières pouvaient s'attacher la bienveillance de leurs États respectifs pour briller dans cette compétition : en tant que dispositif de captation supplémentaire des capitaux étrangers, les marchés d'options, leur qualité, leur accessibilité technique, et leur bonne articulation avec les systèmes de cotation du marché sous-jacent pouvaient faire l'objet d'arbitrage de la part de l'investisseur qui cherchait « un » pays européen où investir. Ceci justifiait une course d'accès à l'autorisation d'affichage d'écrans de cotation aux États-Unis¹⁸ et une communication sur les performances en matière de liquidité.

« L'axe franco-allemand » a lui aussi subi l'épreuve des dérivés. Le *Deutsche Termin Börse* est un exemple de bourse unifiée d'options et de contrats à termes sur options diverses. Le MATIF et le MONEP, qui n'ont pas opéré de fusion, ont tout de même envisagé des coopérations avec ce marché allemand dans le cadre de l'« Entente cordiale entre les places boursières française et allemande¹⁹ » passé en 1995. Mais cette volonté de principe, encouragée par

16. Cahiers spéciaux de *La Synthèse Financière*, 28/1/91.

17. *World Securities Law Report*, mars 2000 ; *Les Échos*, 15/3/2000.

18. *Les Échos*, 13/8/99.

19. *Les Échos*, 31/10/95.

les deux États, « [buta] sur des obstacles techniques²⁰ », que le président de la Bourse de Paris, Jean-François Théodore, explique ainsi : « *La tâche était difficile du côté allemand, puisqu'elle impliquait de changer les interfaces de l'ensemble des membres du marché. Rendez-vous compte que, pour les intermédiaires allemands, cela revenait, ni plus ni moins, à passer du 110 au 220 volts. Et il est plus facile de le faire en installant un transformateur qu'en changeant toutes les prises. Côté français, l'adoption par notre marché des options de l'outil informatique des dérivés allemands n'allait pas non plus de soi, puisque le système Stamp du MONEP est parfaitement compatible avec l'architecture électronique de la Bourse de Paris, NSC [nouveau système de cotation]²¹ ». Cette coopération fut donc ajournée, les deux parties ne récusaient pas leur volonté de principe, mais elles communiquèrent sur la nécessité de distinguer les actions, leurs produits dérivés et les marchés à terme de taux. Deux comités stratégiques furent créés entre Paris et Francfort sans succès : « *Les raisons techniques et financières ont, sans aucun doute, joué un grand rôle dans la décision de la Bourse allemande. Mais cette décision est peut-être aussi l'expression de la volonté de certains membres de la Bourse allemande de jouer la préférence nationale. Quels qu'en soient les motifs, en révisant à la baisse la portée de l'accord, les places de Paris et de Francfort sont peut-être passées à côté d'une occasion historique de nouer des liens forts, susceptibles de faire pièce aux ambitions de Londres dans le nouvel espace financier européen* », commentait alors un journaliste²².*

La concurrence intra-européenne fournit un bon exemple de vocation « naturelle » avortée et met en évidence la tension à laquelle est soumis le monde du marché/produit : celui des mondes qui le traversent (voire l'englobent), d'une part, et celui de ses segmentations internes d'autre part. Ainsi, à la faveur d'une vocation effectivement précoce, mais malgré d'autres vocations desquelles il s'est écarté, et surtout en fonction de la structuration de son propre « monde » au sein d'un espace internationalisé de contraintes et d'opportunités, le MONEP a connu une orientation spéciale de ses produits sur les dérivés d'indices... Sur la période antérieure à 2000, ce marché aura même plus particulièrement attaché en grande partie sa carrière à la liquidité des contrats sur le CAC 40. Alain Morice se permet de proclamer en 1998, au moment où le MONEP lance ses contrats STOXX, que « *c'est le succès des dérivés qui a fait celui du CAC 40*²³ », une conviction qui n'est pas invraisemblable si on considère que l'usage d'options implique effectivement un couplage avec les sous-jacents.

Un cas paradigmatique de trois figures du lien marchand

L'arène de l'échange implique le déploiement de liens qui donnent une consistance au lien marchand de premier niveau. Le gestionnaire de fonds utilisateurs d'options sur indices peut construire des produits SICAV à capital

20. *International Herald Tribune*, 12/4/96 ; *Les Échos*, 12/4/96.

21. Propos rapportés dans *Les Échos*, 24/4/96.

22. *Le Monde*, 13/4/96.

23. *Trois figures du lien marchand...*

garanti, à partir d'un portefeuille d'actions du CAC 40 qu'il couvre avec des options. Il se conforme ainsi à l'univers cognitif de la théorie financière (de gestion du portefeuille et des options) mais aussi à l'univers psychologique et domestique du petit porteur soucieux d'investir en bourse — au cas où cela rapporterait plus qu'un bon d'État, ou pour investir civiquement dans l'industrie française — tout en étant certain de limiter ses pertes — parce qu'il est engagé sur un crédit immobilier avec son épouse et qu'il n'ont pas trop de réserves. Le marché des options tient d'autant mieux que son produit s'accroche à des univers connexes dans lesquels il acquiert une pertinence pratique et symbolique : ici, de l'université de Chicago au foyer de tel petit porteur français. Mais pour tisser ce monde et le faire tenir, il faut une architecture sociale et technique animée par des promoteurs qui incarnent la volonté générale des parties prenantes du marché dérivé du CAC 40. Ce rôle politique et fonctionnel, c'est l'entreprise de marché compensatrice du MONEP qui l'a assumé dans notre cas. Techniquement et éthiquement, sa capacité d'action a été soutenue par la théorie financière moderne et ses entrepreneurs. Ce paradigme gestionnaire a en effet toujours été là, niché dans les coulisses (de la conception du produit et pour le calcul des couvertures et des garanties), au cœur de l'arène des marchés (pour calculer un prix, définir des combinaisons de portefeuilles efficaces), ou sur la place publique pour régler les contentieux (sur la contribution des options à la volatilité des cours ou à la déstabilisation des agrégats monétaires).

Toutefois, les figures du lien marchand que cette chronique nous a permis de dégager peuvent à notre sens être généralisées du fait du caractère paradigmatique du cas que nous avons retenu. Aussi, en guise de bilan conclusif, nous voudrions récapituler comment la sociologie de White et notre bourse dérivée montrent la voie d'une triple récusation de l'opposition entre « le marché » et « le lien social » dans leurs acceptations multiples.

La première voie de contestation de la contradiction entre lien et marché consiste à admettre que le marché tend à dissoudre une certaine forme de liens traditionnels tout en soulignant que ce n'est que pour mieux en créer un nouveau. Le marché est alors envisagé comme un modèle relationnel, une « discipline » (White, 1992) constitutive d'une forme particulière de lien social : il tend à découpler mais aussi — et par là même — à créer une forme de collectif, ou « arène », socialement légitime. Cette première voie pourrait également être qualifiée de post-simmelienne en cela qu'elle insiste sur la transformation plutôt que sur la dissolution du lien social impliqué par la relation marchande et monétaire (Simmel, 1900). De ce point de vue, la définition du marché est congruente avec celle qu'en proposent les économistes. Toutefois, le marché est réinterprété comme un paradigme relationnel assez générique de la société : on voit de l'intégration là où on ne voyait que de l'atomisation, on voit de la communauté de valeur (attachement à l'individu et à une certaine forme d'équité, valorisation du mérite, de la concurrence et de la liberté de choix, etc.) là où on pouvait craindre que l'éthique matérialiste de l'instrumentalisation généralisée régnât en maître.

Une deuxième voie de récusation de la contradiction entre « lien » et « marché » consiste à envisager d'emblée le marché comme une réalité empirique démentant de part en part son paradigme moral de référence pour mieux s'y conformer. Envisagé dans sa matérialité quotidienne, le marché apparaît alors tout entier tributaire d'une configuration d'attachements sociaux et techniques. Il apparaît en cela un espace d'étude du lien social. Mais cette fois, ce lien cesse d'être singulier et générique : il se décline au pluriel. Les liens marchands s'avèrent multiples et multiplexes. À rebours d'une approche classique en termes d'encastrement relationnel, il ne s'agit pas de penser seulement ce lien comme un préalable exogène à l'échange marchand. Le lien peut être souvent considéré comme résolument marchand en cela que sa raison d'être est essentiellement motivée par l'enjeu de l'accomplissement de la coordination marchande (associations consoméristes, communautés d'usagers sur les forums électroniques, syndicats de producteurs, associations professionnelles d'intermédiaires boursiers, etc.). En d'autres termes, ces liens ont souvent une vocation explicite à tenir, définir ou animer le marché : qualifier le produit, justifier le prix, organiser la circulation.

La troisième voie que nous identifions consiste à prendre en compte le « marché » comme ensemble d'acteurs solidaires à travers l'objet d'échange commun qui les occupe : le produit. Ce collectif centré sur une activité spécifique mais aux frontières floues constitue un « monde » au sens de Becker (1982) et de Strauss (1992). Il peut alors être étudié dans ses liens avec le reste de la société. C'est pourquoi nous l'envisageons comme une entité sociale pertinente, ou *identity* (White, 1992), qui fédère ou se porte garante de l'intégrité de l'ensemble des parties prenantes d'un marché. En effet, à bien des égards, un marché apparaît par nature comme un dispositif public. Pour le dire autrement, un produit est souvent porteur d'un projet sociétal qui nécessite sans cesse d'être ressourcé et légitimé. La légitimité d'une marchandise est toujours contestable parce que la jouissance, *a priori* privative, de cette marchandise déborde sur les univers connexes auxquels elle s'articule. Aussi, le « marché » centré sur le produit et son utilité sociale dessine un réseau indéfini d'acteurs impliqués par ce produit. Pour ne prendre qu'un seul autre exemple, le marché du vin est lui aussi soumis à des questions sociales concernant ses vertus ou sa nocivité, et il fait l'objet d'une reconnaissance publique inégale en fonction de sa qualité. Le positionnement concurrentiel d'un marché (par rapport à d'autres marchés ou d'autres espaces sociopolitiques) obéit à une logique de construction d'un espace social et politique qui n'est par circonscrit par l'enjeu direct de l'échange entre les participants de ce marché. Un marché s'articule à des mondes sociaux connexes qu'il cherche à contrôler pour se perpétuer.

Références bibliographiques

- BECKER (H.), 1985 [1963], *Outsiders. Études de sociologie de la déviance*, Paris, A.-M. Métailié.
 BECKER (H.), 1988 [1982], *Les mondes de l'art*, Paris, Flammarion.
 BERNSTEIN (P. L.), 2000 [1992], *Des idées capitales*, Paris, PUF.
 CALLON (M.), dir., 1998, *The Laws of the Markets*, Oxford, Blackwell Publishers, 2-57.

- CALLON, (M.), LATOUR (B.), 1997, « “Tu ne calculeras pas !” ou comment symétriser le don et le capital : Le capitalisme ? Quel capitalisme ? », *Revue du MAUSS*, 9, 45-70.
- CARRUTHERS (B.), STINCHCOMBE (A.), 1999, « The Social Structure of Liquidity : Flexibility, Markets, and States », *Theory and Society*, 28-3, 353-82.
- CHANTELAT (P.), 2002, « La Nouvelle Sociologie Économique et le lien marchand : des relations personnelles à l’impersonnalité des relations », *Revue française de sociologie*, 43-3, 521-556.
- COCHOY (F.), dir., 2004, *La captation des publics : c’est pour mieux te séduire mon client*, Toulouse, PUM.
- 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.
- GRANOVETTER (M.), 1973, « The Strength of Weak Ties », *American Journal of Sociology*, 78-6, 1360-1380.
- GRANOVETTER (M.), 1974, *Getting a Job : A Study of Contracts and Careers*, The University of Chicago Press.
- HASSOUN (J.-P.), 2000, « Trois interactions hétérodoxes sur les marchés à la criée du MATIF. Rationalité locale et rationalité globale », *Politix*, 13-52, 99-119.
- HERSENT (C.), SIMON (Y.), 1989, *Marchés à terme et options dans le monde*, Paris, Dalloz-Sirey.
- JACQUILLAT (B.), 1980, « Les options négociables sur actions et sur indice », *Banque*, 397-398.
- LEHMANN, (P.-J.), 1997, *Histoire de la Bourse de Paris*, Paris, PUF.
- LOUBERGÉ (H.), 1998, *Les options sur indices*, Paris, Economica.
- MACKENZIE (D.), MILLO (Y.), 2003, « Constructing a Market, Performing Theory : The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange », *American Journal of Sociology*, 109-6, 15-60.
- MARKOWITZ (H.), 1952, « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, 7-1, 77-91.
- MARTEAU (D.), MINQUET (J.-P.), 1986, « Les options négociables : application au change », *La revue du financier*, jan-fév, 25-38.
- MARTIN (D.), 2002, « Dispositifs de défiance et fluidité des échanges sur les marchés financiers de gré à gré », *Sociologie du travail*, 44-1, 55-74.
- MARTIN (D.), 2004, « Dérive des marchés et arrimage d’acteurs : la captation de tous par tous aux fondements du MONEP », in COCHOY (F.), dir., *La captation des publics*, Toulouse, PUM, 267-293.
- MORICE (A.), 1997, « Le Marché des options négociables de Paris », in SIMON (Y.), dir., *L’encyclopédie des marchés financiers*, Paris, Economica.
- MUNIESA (F.), 2000, « Un robot walrasien : cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix*, 13-52, 121-154.
- MUNIESA (F.), 2003, *Des marchés comme algorithmes : sociologie de la cotation électronique à la Bourse de Paris*, thèse de doctorat, École nationale supérieure des mines de Paris.
- ORLEAN (A.), 1999, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.
- OVERBY (B.), 1999, « The History of Options », in *Options : Essential Concepts and Trading Strategies*, The Option Institute, McGraw-Hill.
- SIMMEL (G.), 1999 [1900], *Philosophie de l’argent*, Paris, PUF.
- STRAUSS (A.), 1992, *La trame de la négociation. Sociologie qualitative et interactionnisme*, Paris, L’Harmattan.
- VERLEY (P.), 1989, « Les sociétés d’agents de change au 19^e siècle », *Histoire économique et financière de la France*, Études et documents I, Ministère de l’économie et des finances, 127-147.
- WHITE (H.), 1981, « Where Do Markets Come From ? », *American Journal of Sociology*, 87-3, 517-587.
- WHITE (H.), 1992, *Identity and Control*, Princeton, Princeton University Press.
- WHITE (H.), 2002, *Markets from Networks. Socioeconomic Models of Production*, Princeton, Princeton University Press.