



**HAL**  
open science

## Quand l'analyse ISR devient financière : une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation

Faycel Benchemam, Isabelle Chambost

### ► To cite this version:

Faycel Benchemam, Isabelle Chambost. Quand l'analyse ISR devient financière : une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation. *Economies et Sociétés, Série KF, Entreprises et Finance*, 2010, 44 (11), pp.65-81. hal-01760039

**HAL Id: hal-01760039**

**<https://hal.parisnanterre.fr/hal-01760039v1>**

Submitted on 21 Jun 2019

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# **Quand l'analyse ISR devient financière : Une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation**

*Faycel BENCHEMAM*

Université Paris Est, Institut de Recherche en gestion, 61 Av. du Général de Gaulle, 94011 Créteil Cedex,  
Tél. : 06.62.77.45.15 ; fbenchemam@yahoo.fr

*Isabelle CHAMBOST*

CNAM, GREG-CRC, 40 rue des jeuneurs, 75002 Paris, Tél. : 01 43 41 70 31, isabelle.chambost@cnam.fr

Développée, en France, en sein d'agences de notation extra-financière, l'analyse concernant l'Investissement socialement responsable (ISR) fait progressivement son apparition au sein des sociétés de courtage, cœur du champ organisationnel du traitement de l'information financière. Afin d'analyser les dispositifs d'intégration des analystes ISR, cette communication, à visée exploratoire, a pour objet d'étudier leur inscription dans les modes de gestion en vigueur dans ces sociétés ainsi que dans les processus organisationnels et institutionnels de formation du jugement.

*Mots clés : Investissement Socialement Responsable, dispositifs de gestion, institutionnalisation, analystes financiers, information extra-financière*

## **When Socially Responsible Investment analysis becomes financial: An analysis of cognitive and organizational appliances of legitimacy**

Developed in France in SRI research houses, Socially Responsible Investment (SRI) analysis emerges in brokerage firms. Its entry in the core of organizational field of financial information treatment raises questions about the evolution of the practices. This field study analyses how SRI analysts get legitimacy, how they are managed in brokerage firms and how organisational and institutional contexts shape the ways they form their opinions and interpret information.

*Key words: Socially Responsible Investment, Institutionalization, management appliance, financial analysts, extra-financial information*

### **Introduction**

Encore quasiment absente il y a trois à quatre ans, l'analyse ISR dite sell-side, car réalisée au sein des sociétés de courtage, représente actuellement près de 3 000 milliards de dollars en Amérique du Nord et 1 000 milliards d'euros en Europe<sup>1</sup>. Développée par le passé au sein de sociétés de notation extra-financière [Gond et Leca, 2004 ; Alberola et Giamporcaro-Saunière, 2006], l'analyse ISR présentait la particularité de n'être prise en compte, au sein des organisations opérant sur les marchés financiers, que par les sociétés de gestion et leurs analystes dits buy-side. Elle demeurait donc en marge de la partie amont du processus financier traditionnel caractérisant le marché secondaire des titres et sur lequel opèrent les sociétés de courtage.

Cette inscription de l'analyse ISR au cœur de la chaîne financière traditionnelle apparaît ainsi fortement symbolique. L'analyse ISR participe en effet pleinement à l'évolution du processus de qualification de l'ISR et, plus largement, à la construction sociale de ce marché [Penalva, 2007]. Façonnée historiquement par différents acteurs représentatifs de différentes parties prenantes, ONG, syndicats, agence de notation extra-financière..., l'analyse ISR entre, de plein pied, dans un « champ organisationnel » financier, dont elle dérogeait jusqu'alors aux règles de fonctionnement. Cette entrée soulève

---

<sup>1</sup> Source : enquête Novethic-Amadeis-Bnp Paribas (2007). En France, ils représentent un peu moins de 5 % des actifs totaux de gestion déléguée de portefeuilles contre 10 % aux États-Unis.

des interrogations sur les raisons de cette « reconnaissance » par les marchés financiers, sur les modalités d'obtention d'une certaine légitimité ainsi que sur l'évolution des pratiques en vigueur. À ce titre, l'étude des dispositifs mis en œuvre au sein de ces organisations [Boussard et Maugery, 2003], peut permettre d'appréhender et de matérialiser la manière dont s'opère l'articulation de ces deux catégories d'analyse réalisée jusqu'alors de manière séparée, l'analyse financière classique et de l'analyse ISR. L'analyse financière devient-elle ISR ou l'analyse ISR devient-elle financière ?

Cette communication, à visée exploratoire, a ainsi pour objet de s'interroger sur les modalités d'intégration des analystes ISR dans les sociétés de courtage en étudiant les dispositifs de gestion et de formation du jugement mis en œuvre et, par là même, sur les conséquences de ces orientations en termes de statut des analystes ISR ainsi que de conventions de qualité régissant l'ISR.

La première partie retrace la manière dont l'analyse ISR s'est développée en France, en relation avec des pratiques spécifiques d'investissement et selon le modèle de la notation extra-financière. La deuxième partie étudie les raisons de son entrée dans les sociétés de courtage et plus largement dans leur champ organisationnel d'appartenance qui structure les organisations internes ainsi que les relations avec les sociétés de gestion. Une troisième partie réalise une analyse comparée entre les analystes ISR et les analystes financiers classiques, des dispositifs de gestion, de nature organisationnelle et cognitive, mis en œuvre en matière de procédures de recrutements, de formation du jugement, d'évaluation de performance et de rémunération.

## **I- La montée en puissance de l'analyse ISR**

Initiée dans les agences de notation extra-financière, l'analyse ISR a progressivement intégré le cœur de l'intermédiation financière, les sociétés de courtage.

### *I-1. Le cheminement de l'analyse ISR/« extra-financière »*

Lors de sa recherche sur la construction sociale du marché de l'ISR, Penalva-Icher [2007, 2008] analyse l'un des points cruciaux de ce processus, celui de la qualification de l'Investissement socialement responsable. En amont des difficultés d'obtention et de fiabilité du contenu des informations, se pose la question de l'hétérogénéité des définitions susceptibles d'être utilisées, qui demeure encore un sujet de controverse [Lucas Leclin et Voisin, 2008]. La référence à une approche en termes de traduction financière de la notion de Responsabilité sociale des entreprises circonscrit, certes, quelque peu la notion tout en laissant aux différents acteurs impliqués, tels les syndicats, les sociétés de gestion, les agences de notation extra-financières, les sociétés d'information de développement durable..., le soin de construire des conventions, évolutives selon les périodes.

#### **• L'importance croissante de l'ISR dans les pratiques d'investissement des sociétés de gestion**

Contrairement aux pratiques anglo-saxonnes plutôt orientées sur des considérations éthiques, le développement de l'ISR en France, et plus largement en Europe, s'est fondé sur une orientation de développement durable. Il fut ainsi, comme l'analyse Déjean [2006], le point de rencontre d'une demande institutionnelle mais également d'une offre désireuse de capter une demande future potentielle et d'élargir sa base de clientèle. Le positionnement sur le créneau du développement durable permettait ainsi non seulement de développer une niche, plus large, que celle orientée vers des considérations éthiques mais également d'ouvrir la voie à une orientation dite « mainstream ». D'une logique de convictions, considérant les éléments « extra-financiers » comme des éléments en soi de performance, l'ISR tend actuellement à s'orienter vers une stratégie pour laquelle les critères extra-financiers seraient plutôt appréhendés comme des moyens supplémentaires d'obtention d'une performance financière [Azoulay et Zeller, 2006].

Or l'appréhension de l'ISR conditionne le rapport à l'analyse ISR. Les pratiques anglo-saxonnes en matière d'ISR se sont révélées être peu « consommatrices » en la matière. En effet, historiquement, dans l'acception anglo-saxonne, l'ISR s'est construite sur une méthode de filtre négatif [negative screening] où l'investisseur socialement responsable décide d'exclure de son portefeuille des actions d'entreprise en contradiction avec ses croyances ou celles de son client : rejet d'entreprises considérées comme peu soucieuses de l'environnement ou productrices de tabac, d'alcool ou d'armes par

exemple<sup>2</sup>. À partir des années 1970, ces stratégies d'ISR ont été complétées par des politiques d'activisme actionnarial où l'investisseur, en tant que propriétaire de l'entreprise, dispose d'un certain nombre de moyens, comme par exemple la soumission au vote de l'assemblée générale des actionnaires d'une résolution sociale, pour faire agir celle-ci dans un sens conforme à des aspirations éthiques et/ou sociales. À l'opposé de ce modèle, les pratiques européennes de l'ISR, développées dans un cadre de développement durable, se sont plutôt traduites par une « sélection positive » sur des critères dits « extra-financiers ». Cette méthode consiste à sélectionner sur des critères dits « extra-financiers » les entreprises les plus performantes en se fondant sur des considérations sociales et environnementales. Elle nécessite donc, pour guider le gérant ISR, de recourir à des analystes disposant d'une expertise spécifique, développée à la fois pour circonscrire les référents et pour les analyser.

La notation extra-financière, puis le développement de compétences d'analyse en interne (qualifiée d'analyse ISR « buy-side ») ont permis, dans un premier temps, de répondre à ce besoin.

#### • *Le développement de la notation extra-financière en France*

L'analyse ISR s'est développée selon une approche quantitative de scoring, recourant commercialement, au concept des agences de notation financière de titres de crédit [Penalva-Icher, 2007]. L'objectif réside dans la détermination d'une note générale, détaillée par sous-critères d'évaluation. Ce modèle a été mis en œuvre dans différents pays occidentaux, comme le Royaume-Uni, l'Allemagne, la Suisse, les États-Unis, le Canada..., par des agences plutôt orientées sur leur marché national et parfois spécialisées par domaine, la gouvernance, l'environnemental. En France, la première et toujours principale agence de notation extra-financière couvrant l'ensemble du champ, Arèse, a été créée en 1997, à l'initiative de la Caisse des dépôts et consignation.

Comme le montrent Leca *et al.* [2006], son modèle économique s'est construit à partir de la mise au point d'un outil de mesure quantitative, explicitement destiné aux investisseurs qualifiés de « long terme ». La quantification permettait d'offrir un outil de comparaison orienté vers un objectif de surperformance financière. Son positionnement en tant qu'« agence » permettait de se présenter en tant qu'acteur indépendant, voire fédérateur [Penalva-Icher, 2007]. Ce modèle s'est imposé en se démarquant tant de l'approche éthique et morale anglo-saxonne que d'approches plus qualitatives et plus largement destinées à différentes parties prenantes. Le CFIE [Centre français d'information sur les entreprises] cherchait en effet, au contraire, à développer une analyse fondée sur des monographies, critiquant la pertinence d'une analyse standardisée, réalisée à partir d'indicateurs jugés plus ou moins fiables.

Le changement d'équipe dirigeante en 2002 a conduit à un renouvellement des salariés de la structure devenue Vigéo, tout en amorçant un retrait de la place des agences dans le processus de décision des investisseurs. La quantification, par la standardisation à laquelle elle avait abouti, n'a plus été perçue un facteur de performance mais comme un outil limité d'appréhension d'une réalité plus complexe. L'analyse ISR fit alors son apparition dans les sociétés de courtage.

Même si comme le soulignent Leca *et al.* [2006], les agences de notation et notamment Arèse ont développé un modèle considéré comme proche, d'un point de vue cognitif, des besoins des financiers, les résultats de nos recherches précédentes nous ont conduit à nous interroger sur l'existence même de ces agences de notation. Leur existence dérogeait, en effet, au fonctionnement du champ organisationnel de l'intermédiation financière, et plus particulièrement à celui des sociétés de gestion et des sociétés de courtage, structure d'appartenance des analystes financiers dits sell-side, spécialisés dans l'analyse financière actions.

#### *I-2. Cadre méthodologique et données : la mise en œuvre d'une démarche interprétative fondée sur la méthode de la « théorie enracinée »*

Cette recherche prend, en effet, appui sur deux recherches, précédemment réalisées sur les analystes financiers sell-side, fondées sur des approches interprétatives. La première recherche met en œuvre la démarche de la méthode de la Grounded Theory structurée par l'alternance de phases d'induction et de déduction [Glaser et Strauss, 1967 ; Strauss et Corbin 1998]. Elle développe, à partir de la réalisa-

---

<sup>2</sup> Le premier fonds s'appuyant sur cette stratégie est apparu aux États-Unis en 1928 : *Pioneer Funds* de l'Église évangélique basé sur le refus des *sin stocks* (actions du péché).

tion de 51 entretiens auprès d'analystes sell-side, buy-side et de gérants, comment le jugement des analystes financiers est « encadré » par des pratiques institutionnalisées [Scott, 2001], qui ne le déterminent cependant pas en raison de leurs divergences et de leur incomplétude opérationnelle. Le thème de l'analyse ISR avait été ainsi abordé lors des entretiens et analysé en montrant comment il se situait hors des cadres cognitifs de l'analyse financière classique. L'analyste est également amené à poser ses propres règles et à ajuster son jugement, en fonction de la volatilité des cours boursiers, à l'aune des modalités d'encastrement relationnel mis en place avec ses clients [Granovetter, 2000/1985 ; Steiner, 2002].

La seconde recherche vise à identifier les principales composantes de la gestion des ressources humaines des analystes financiers sell-side, à partir d'une analyse de contenu thématique de 43 entretiens semi-directifs réalisés auprès d'analystes juniors et seniors. Elle constate une uniformisation des modes de gestion des sociétés de courtage françaises filiales de banques d'investissement ; modes de gestion privilégiant clairement les dimensions marketing du métier qu'il s'agisse des modalités d'organisation du travail, des pratiques de recrutement, de communication interne, d'évaluation et de rémunération.

La présente recherche exploratoire s'inscrit en prolongement, dans le sens où les catégories précédemment développées ont été affinées et adaptées à l'analyse de l'investissement socialement responsable. Le processus de conceptualisation, s'est ainsi articulé autour d'une nouvelle grille d'analyse, les « dispositifs de gestion », selon l'acception de Boussard et Maugeri [2003] qui nous sont progressivement apparus comme plus à même de réaliser une véritable synthèse de cette entrée de l'analyse ISR au sein des sociétés de courtage. Les entretiens réalisés à deux, d'une durée oscillant entre une heure trente et deux heures, reprennent trois entretiens exploratoires qui se sont déroulés, il y a deux ans, auprès d'interlocuteurs véritablement appréhendables comme des précurseurs. Ils ont été complétés par sept entretiens auprès d'analystes ISR sell-side mais également d'analystes ISR buy-side ainsi que de gérants ISR<sup>3</sup>. Les critères d'échantillonnage théoriques ont été, pour les analystes financiers, le degré d'ancienneté dans l'analyse ISR, le fait d'avoir ou non travaillé chez Arèse, la taille de la société de courtage, positionnée sur les moyennes ou les grosses capitalisations. Ces entretiens ont été conduits à partir de thèmes portant sur les deux angles d'analyse, la formation du jugement ainsi que les modes de gestion.

## **II- L'inscription récente de l'ISR au cœur du champ organisationnel des intermédiaires financiers : les sociétés de courtage**

Jusqu'à la fin des années 1980, l'analyse financière, symbole de la recherche de la valeur fondamentale, était en effet essentiellement pratiquée par les banques et par quelques sociétés d'analyse dite indépendantes [Kirchhof-Masseron, 2007]. De profondes modifications institutionnelles ont conduit à son insertion au sein de sociétés de courtage, dont l'activité consiste à négocier des valeurs et à exécuter les ordres de bourse, en étroite relation avec les sociétés de gestion. Présentée comme un enrichissement de l'analyse financière classique d'actions, l'analyse ISR apparaît comme économiquement et institutionnellement « destinée » à être intégrée par les sociétés de courtage. Son inscription, initiée par les sociétés de gestion, est ainsi fortement représentative du fonctionnement de l'ensemble d'un champ organisationnel [DiMaggio et Powell, 1983].

### *II-1. L'insertion de l'analyse ISR dans le modèle économique de la société de courtage*

Jusqu'à la fin des années 1980, il existait une analyse financière déconnectée des volumes de courtage sur les marchés d'actions, réalisée par des structures indépendantes comme Détroyat ou la Safé, payée par les gérants par le biais d'un abonnement. Avec la libéralisation des services de courtage et l'intégration de l'analyse financière au sein des sociétés de courtage, l'analyse financière n'a plus donné lieu à une évaluation marchande<sup>4</sup> en tant que telle. La « recherche indépendante » n'a pas alors pu résister à la concurrence des sociétés de courtage. Comme le fait remarquer un gérant, rencontré

---

<sup>3</sup> Le nombre d'analystes ISR est estimé, en France, par nos différents interlocuteurs, aux alentours d'une bonne douzaine mi-2008.

<sup>4</sup> Jusqu'à la récente réflexion développée autour d'un retour à une analyse financière indépendante, peu traduite à ce jour en pratique.

lors de nos recherches précédentes : « A la Safé, le bureau était excellent, mais il y a eu l'émergence des brokers et les charges correspondantes. Détroyat est resté, mais n'a pas résisté non plus aux brokers. ». En écho, un analyste ISR, évoque l'un de ses projet anciens : « Je voyais les agences de notation et les limites du business model. Il fallait l'intégrer dans un modèle tiers payeur où le courtage allait payer. J'ai vu Détroyat partir en morceau à cause de cela. »

C'est également en référence à cet historique, qu'une gérante ISR structure son argumentation : « Les sociétés de courtage » s'exclame-t-elle en riant « ne s'en sont pas emparé de gaieté de cœur. (...) Pour l'ISR on est en train de suivre la même voie (sous-entendu que l'analyse financière classique), c'est-à-dire un modèle de sociétés spécialisées qui ont défriché le sujet, qui ont beaucoup de mal à avoir un modèle économique rentable. Le créneau est en train de passer quasiment de force aux sociétés de bourse. Pour l'instant, avec l'ISR, on est entre les deux. »

Les liens entre sociétés de gestion et société de courtage reposent sur la particularité du modèle de financement des sociétés de courtage. Les services rendus aux gérants par ces sociétés, consistant à traiter leurs ordres de bourse et à leur fournir de l'analyse financière, sont rémunérés en fonction du nombre d'ordres d'achat et de vente qu'ils sont amenés à passer. L'attribution, en 2005, d'un flux de courtage spécifique pour l'analyse ISR est ainsi mentionnée par les différents interlocuteurs comme l'élément véritablement déclencheur de l'introduction de l'analyse ISR au sein des sociétés de courtage. « C'est Enhanced analytic Initiative, une collection d'assets managers européens qui représentent 2 500 milliards d'euros d'actifs sous gestion, et maintenant au niveau mondial, qui pousse les brokers à écrire sur l'ISR en disant '5 % de nos frais de courtage seront réservés à la recherche extra-financière'. Ils n'ont pas dit ISR, ça leur arrache la bouche. La recherche extra-financière c'est plus neutre » poursuit l'analyste ISR précédent.

L'analyse ISR prend alors, pour les sociétés de courtage, un poids économique non négligeable comme le précise un de ses tenants : « Cela pèse aussi lourd que la recherche économique ou stratégique et souvent plus lourd qu'un secteur. C'est l'équivalent de deux ou trois secteurs. C'est le signal le plus clair... » Pour certaines sociétés plus moyennes, le caractère dédié de ces flux permet l'obtention d'une certaine visibilité, comme l'explique une analyste financière ISR appartenant à ce type de structure : « Ce qui est important pour un broker comme X c'est que l'on va être ranké chez les grands-comptes, les tire-one grâce à l'ISR, ce que la recherche fondamentale (sous-entendue classique) ne permet pas. »

Et comme précédemment pour l'analyse financière classique, l'adossement aux moyens financiers des sociétés de courtage donne la possibilité de développer et d'approfondir l'analyse, en se démarquant du modèle de la notation extra-financière. À ce titre, aux propos d'un gérant ISR, « les sociétés spécialisées, ce que je leur reproche c'est de ne pas avoir la dimension de jugement. Par contre les sociétés de bourse ont intégré des analystes ISR plus chevronnés, en fait ont pris les seniors de ces structures d'analyse et eux intègrent ces éléments de jugement approfondis », répondent en écho ceux d'un analyste ISR : « Les agences ne font pas d'analyse. Elles font du rating. Nous on analyse les faits et on essaie de les transcrire en opinions utilisables par les investisseurs. »

Si la demande des investisseurs conduit à l'analyse ISR vers une forme d'analyse plus approfondie sous forme d'étude, elle l'oriente également de manière plus prégnante vers cette « quête du graal », maintes fois mentionnée, de l'articulation entre performance sociale et financière. L'analyse dite « ISR » deviendrait, à la faveur de l'élargissement de la clientèle, plus « extra-financière ». « Ce qui joue en notre faveur c'est l'intérêt croissant des investisseurs qui n'ont aucun mandat ISR. (...). Se sont développés chez nos clients, et parfois des gros comme Fidelity, des analystes labellisés ISR, mais avec une pure approche, pas ISR, mais extra-financière. C'est une démarche tout à fait opportuniste de mesurer l'impact financier potentiel de ces enjeux là » explique un analyste ISR d'un grand broker relayé par un autre de ses collègues d'une société de courtage plus petite : « Cela fait trois ans que l'on sort des paniers de valeurs à faible exposition carbone. On est sur du business as usual (...). Je laisse de côté mes convictions. Je pense que dans mon métier ce qui fait que cela se développe, c'est le principe de réalité. »

En creux se dessine tout l'enjeu de la reconnaissance et du développement de ce type d'analyse. « On est sur un sujet pionnier (...). Mieux vaut avoir 10 % d'un truc qui devient gros que d'être incon-

turnable sur une niche où vous êtes trois dans la cabine téléphonique en parlant en vous faisant plaisir » poursuit l'un des pionniers dans l'analyse ISR. Leur disparition, mentionnée par tous les analystes ISR rencontrés, comme l'objectif ultime symboliserait alors la totale intégration voire intériorisation de leurs apports par les analystes financiers classiques : « À la limite il n'y aurait pas besoin de l'analyse ISR. Un bon analyste financier, ouvert sur le monde et bien stimulé, s'il a un bon vendeur qui contacte les clients, il peut faire de très bons trucs. »

Mais au-delà de l'obtention de moyens financiers supplémentaires, cette évolution témoigne de l'insertion de l'analyse ISR dans des organisations structurées par les règles de leur champ organisationnel d'appartenance. « Le client lui est habitué au mode de fonctionnement des brokers. Donc il y a un moment où le client va voir les brokers et leur dit : 'Pourquoi vous ne nous offririez pas un service'. Il appelle cela un 'service' l'ISR. Un service c'est passer son temps à organiser des événements, conférences, colloques, discussions... », explique l'un des pionniers de ce type d'analyse.

## *II-2. Le champ organisationnel des sociétés de courtage et ses impacts en termes de configuration de l'analyse financière*

L'existence de sociétés de courtage et de sociétés de gestion résulte d'une modification profonde des conditions d'exercice des métiers réciproques. Auparavant réalisés au sein d'établissements de crédit, (banques d'affaires ou de réseaux) ou chez des agents de change, les métiers de gestion d'actifs et de réalisation de courtage et d'analyse financière vont progressivement acquérir une reconnaissance institutionnelle, à la faveur d'évolutions législatives tout en se structurant de concert.

### **• La structuration isomorphe des organisations des sociétés de courtage et des sociétés de gestion**

La loi Balladur du 22 janvier 1988 conduit à la fin du monopole des charges d'agent de change et leur transformation en sociétés de courtage, filiales de banques d'investissement. Quelques années plus tard, la loi MAF du 2 juillet 1996 structure l'ensemble du champ de l'intermédiation financière en réglementant les différents statuts afférents aux sociétés de services d'investissement. Moteurs ou simples vecteurs de changement, ces évolutions législatives s'opèrent dans des contextes de montée en puissance des investisseurs institutionnels, d'entrée de sociétés de gestion anglo-saxonnes sur le territoire hexagonal attirées par les perspectives financières de la zone euro, d'informatisation et d'apparition de nouveaux instruments financiers plus sophistiqués.

Interlocutrices des sociétés de courtage les sociétés de gestion, axées sur les « grandes capitalisations », transposent à partir de 1996, les principes de gestion de portefeuilles anglo-saxons, en mettant en œuvre une gestion benchmarkée<sup>5</sup> dans un cadre de gestion sectorielle, et adaptent en conséquence leur organisation [Kleiner, 2003]. Elles opèrent ainsi une division du travail top-down entre les économistes, chargés des préoccupations macro-économiques, les stratégestes, chargés de l'allocation d'actifs par secteurs d'activité, les analystes financiers dénommés buy-side, chargés de l'étude de sociétés cotées, et les gérants. Cette division s'inscrit dans la division théorique prônée par Markowitz, fondée sur trois phases, la détermination de la rentabilité d'un titre, l'analyse des combinaisons d'actifs pour trouver les portefeuilles « efficaces » combinant de manière optimale risque et rentabilité, et le choix du portefeuille adapté au client [Berstein, 2000].

Les grandes maisons de courtage vont se structurer en miroir aux sociétés de gestion en adoptant la même division du travail entre les économistes, les stratégestes, les analystes financiers dénommés sell-side<sup>6</sup>, et les vendeurs. Dans certaines grandes maisons, une accentuation de la division du travail conduit à la création des « analystes vendeurs », chargés de la vente de volumes de courtage sur un secteur donné. Ces processus de transformation qualifiables d'« isomorphismes organisationnels » [DiMaggio et Powell, 1983] vont conduire à une structuration des relations entre les acteurs, tant au sein qu'entre les différentes entités.

---

<sup>5</sup> Ce style de gestion, s'inscrit dans une perspective financière théorique selon laquelle il est impossible de battre le marché. Ce type de gestion et l'appréciation de sa performance s'effectuent en référence à l'évolution du marché et plus concrètement à celle d'un indice boursier (appelé benchmark).

<sup>6</sup> Spécialisés par secteur, contrairement aux analystes buy-side.

• **Les structurations relationnelles : l'orchestration de la descente de l'analyste financier vers le marché et le développement d'un marché « derrière les portes closes »**

L'adoption, par les grandes maisons de courtage et les grandes sociétés de gestion d'organisations « miroirs », conduit à organiser la circulation des flux d'informations et plus largement les relations entre les différents acteurs. En externe, l'interlocuteur naturel de l'analyste sell-side devient donc l'analyste buy-side et l'interlocuteur naturel du vendeur, le gérant. En interne, l'analyste se coordonne, en amont, avec le stratégeste, qui définit l'allocation des actifs par secteur. Mais c'est surtout vers l'aval que la question de la coordination a connu l'évolution la plus forte. Les vendeurs représentent pour les analystes un mode de mise en relation incontournable avec le marché et une indispensable courroie de transmission. C'est en effet le vendeur qui transmet les opinions de l'analyste, de manière personnalisée et adaptée aux clients, qui rappelleront ensuite éventuellement l'analyste. Par ailleurs le vendeur permet aussi à l'analyste d'avoir les remontées du marché.

Ce processus a amené une interconnexion de deux univers vécus antérieurement comme distincts : celui des analystes sell-side (ou buy-side dans les sociétés de gestion) et celui des vendeurs (et des gérants), les analystes analysant les informations émanant des directions d'entreprise et les vendeurs étant plus à l'écoute des fluctuations du marché.

Cette organisation est expliquée, dans un premier temps, par la recherche d'un meilleur ancrage ou une « remontée » des gérants et des vendeurs vers le « fondamental ». Mais les analystes financiers mettent surtout l'accent sur la profonde modification de l'exercice de leur métier et la « descente vers le marché » qui en a résulté. Le développement de relations commerciales, les mettant en prise directe avec le client, a fortement modifié les modalités de restitution et le temps consacré à l'analyse proprement dite.

Ce développement d'activité de marketing structure plus largement les relations tripartites entre société de courtage, société de gestion et entreprises cotées. Les sociétés de courtage remplissent également un rôle important d'intermédiaires entre les sociétés de gestion et les directions d'entreprise avec le développement des pratiques de « road-shows » organisés logistiquement par les sociétés de courtage. Cette pratique consiste, pour l'analyste financier sell-side, à rassembler les directions et les investisseurs actuels ou potentiels.

L'intérêt de réaliser un road-show réside d'abord dans le fait de rendre un service à ses clients. L'accès aux directions est un aspect unanimement reconnu et inclus, quasi systématiquement, dans les critères d'attribution de courtage de la part des sociétés de gestion. En retour, le fait d'accorder à un analyste un road-show constitue, pour la société concernée, une sorte de remerciement. Mais l'organisation de road-shows place, aussi, de fait, l'analyste sell-side au cœur des échanges informels. Sa participation effective lui permet de cerner les préoccupations communément partagées par les clients et donc par une partie importante de « la communauté financière » à l'égard d'une société. Mais, même s'il n'est pas physiquement présent lors des rencontres entre les directions et les gérants, le partage de temps plus personnels se révèle propice à des « conversations ». C'est ainsi lors de ces temps « derrière les portes closes » [Barker, 1998] que l'analyste accède à un certain degré de proximité, voire d'intimité, avec les directions d'entreprise, en marge de la communication publique standardisée.

Les développements suivants vont ainsi analyser comment l'analyse ISR va s'inscrire dans les règles de structuration de l'analyse financière classique.

### **III- Les dispositifs d'intégration organisationnels et cognitifs des analystes ISR au sein des sociétés de courtage**

L'entrée de l'analyse ISR dans le monde du courtage présente cette double particularité d'avoir été opérée en réponse à une demande des investisseurs, souhaitant insérer cette analyse dans les relations structurées qu'ils avaient avec les brokers. Cette intégration a été analysée à l'aune des « dispositifs de gestion » mis en œuvre, définis au sens de Boussard et Maugeri comme « des assemblages disparates ou complexes d'outils, de règles, de procédures, mais aussi d'acteurs, de discours de représentations et de visions organisationnelles » qui soulignent tant la dimension d'hétérogénéité que d'interdépendance [2003, p. 28].



En ce qui concerne l'analyse ISR, ces dispositifs sont ainsi mis en œuvre, tant en termes de gestion des hommes, de leur recrutement, de leur rémunération, que lors du travail d'évaluation qu'ils réalisent. Ils comprennent ainsi des procédures de rémunération, des représentations du métier d'analyste, des techniques d'évaluation, des modalités de division du travail... L'analyse comparée avec ceux établis pour les analystes financiers classiques permet de mettre en exergue les points actuels de divergence et de convergence pointant d'éventuelles d'évolutions futures.

### *III-1. Analyse comparative des dispositifs de recrutement*

Le développement des compétences au sein des sociétés de courtage a été opéré en s'appuyant sur les expériences ISR acquises par le recrutement des pionniers en la matière. L'acquisition des compétences financières apparaît cependant incontournable à leur étoffement.

#### **• *La place des anciens d'ARESE : le rôle du réseau dans la constitution d'un micro-marché***

À quelques exceptions près, les analystes ISR référents ou dits « seniors » des sociétés de courtage sont issus des agences de notations ISR et possèdent donc une expérience dans le domaine. Très peu d'entre eux sont d'anciens analystes financiers sell-side ou d'anciens responsables « Développement durable ».

Arèse apparaît comme la matrice de définition de ce métier. « L'esprit Arèse » constitue une sorte de référence par ses tenants, porteur d'une connotation d'innovation et d'entrepreneuriat, affiché d'autant plus en opposition du travail actuel des agences qu'il ne fut pas considéré comme reconnu lors de l'acquisition d'Arèse par Vigéo : « L'esprit Arèse », raconte l'un de ces pionniers, 'c'est l'innovation', c'est 'vous commencez tout petit'. (...) On est parti de zéro, on avait tout à apprendre mais on s'est formé. Et c'est cela que Ferrone voulait. Et l'avantage avec Ferrone c'est qu'elle ne mettait pas de carcans. Par contre Nicole Notat, chez Vigéo, avec sa garde rapprochée et une couche de management intermédiaire, on ne pouvait rien décider. »

L'expérience professionnelle d'Arèse va constituer alors chez les responsables de recrutement des sociétés de courtage une variable importante sinon essentielle de décision lors des processus de recrutement des « pionniers » de l'analyse financière ISR sell-side. Dans certaines structures, on voit apparaître alors des dimensions de cooptation très fortes où les relations interpersonnelles nouées au sein d'Arèse vont faciliter la recherche de candidats et la constitution d'équipes ISR.

#### **• *Une reconnaissance de l'hétérogénéité des parcours mais une valorisation des compétences financières en sus***

Pour les « anciens », en raison de l'absence de formation *ad hoc*, développées depuis, les formations initiales apparaissent très diverses, mais plus orientées sciences sociales, comme les sciences politiques, le droit, l'économie, la gestion que sciences dures. Cette hétérogénéité des parcours est constamment mise en avant et valorisée face à la relative homogénéité qui caractérise les formations d'origine des analystes financiers classiques, à la fois sous l'angle d'une meilleure connaissance de « l'économie réelle » qu'en raison de l'aspect transdisciplinaire qu'elle permet.

Le profil idéal, tel qu'il est décrit, articule néanmoins à la fois des connaissances en matière de développement durable que des connaissances financières. Non indispensables lors du recrutement, ces dernières apparaissent comme relativement incontournables pour l'obtention d'une certaine légitimité explique un analyste ISR ancien dans le métier : « C'est ça le problème de l'ISR, c'est que les gens viennent avec un faible niveau financier et encore plus faible en maths. Et c'est ce qui joue contre nous en termes de crédibilité. Car on a en face de nous des analystes financiers qui maîtrisent. »

La détention de compétences financières apparaît également comme un élément important d'évolution de carrière. Comme pour l'analyste financier classique, ce métier n'apparaît pas comme un métier où il est envisagé de faire carrière, en raison de la pression commerciale, du rythme de travail. Une évolution vers l'analyse buy-side est parfois explicitement formulée, sous condition d'obtention d'un certain niveau de compétences financières.

### *III-2. Analyse comparative des dispositifs institutionnels et relationnels de formation du jugement*

Les dispositifs fondant l'interprétation peuvent être analysés, dans une perspective de construction sociale, en distinguant ceux qui permettent de construire des schémas de pensée référents qui encadrent le jugement de l'analyste financier et ceux qui permettent un ajustement de ce jugement à l'aune d'évolutions conjoncturelles des cours boursiers, reflétant l'évolution des différents acteurs du marché. C'est à l'aune de ces dispositifs, de nature organisationnelle et cognitive, utilisés par les analystes financiers classiques que sont analysés les processus de formation du jugement empruntés par l'analyse ISR.

#### **• Les modalités d'insertion de l'analyse ISR dans les dispositifs organisationnels des sociétés de courtage**

Le caractère « hybride » de l'analyste financier ISR auxquels les différents interlocuteurs font allusion en termes de « mouton à cinq pattes », se matérialise par une insertion partielle, mais considérée comme en devenir, dans les structures institutionnelles et relationnelles des analystes classiques. L'étude des relations de l'analyste ISR avec les différents acteurs de la société de courtage permet de mettre clairement en évidence les fondements de la légitimité.

Le but ultime se concrétise en termes de participation au modèle économique de la société de courtage, mis très clairement en avant par cet analyste ISR d'un broker de moyenne taille : « Quand je suis arrivé chez W., je ne voulais pas faire une danseuse, un centre de coût ou une justification, une façade (...). Je suis un manager, un centre de profit. Et je vis à faire du chiffre d'affaires et à être rentable. (...). Un vendeur, ce qui lui faut c'est du business. » Mais, à ce jour, le développement de l'analyse ISR et sa quête de légitimité se concrétise plus dans un apport distillé à l'analyse financière et peine à intégrer les dispositifs cognitifs et de gestion des vendeurs, relais du marché dans son ensemble.

L'analyse ISR est ainsi présentée comme un enrichissement de l'analyse classique, susceptible, en creux, d'améliorer l'efficacité des marchés. « Notre travail, c'est de faire de l'intégration, essayer car c'est très difficile d'intégrer de l'ISR dans les analyses traditionnelles. (...) Ce n'est pas forcément les secteurs les plus exposés qui sont les plus impliqués. C'est une question de maturité et de sensibilité personnelle » note une analyste ISR. L'articulation à l'analyse classique s'opère cependant à des degrés divers, de la simple juxtaposition de travaux à une recherche effective d'intégration. L'analyse ISR peut ainsi se matérialiser dans l'adjonction, à toute étude financière d'une société, de deux pages sur des indicateurs ISR. Elle peut aussi donner lieu à des études transverses mobilisant les analystes classiques selon les sociétés qu'ils couvrent.

Il est cependant symptomatique de constater que les relations des analystes ISR avec les vendeurs demeurent embryonnaires, en raison du caractère encore atypique de ce type d'analyse. L'analyste ISR se retrouve donc investi de l'ensemble des tâches commerciales qu'un analyste classique partage avec le vendeur, sauf dans les grandes structures où il peut exister des analystes-vendeurs « dédiés ISR », sur le même schéma organisationnel que des analystes-vendeurs spécialisés sectoriellement.

Le premier obstacle mentionné réside dans la difficulté à convaincre les vendeurs de l'intérêt de l'analyse ISR, comme le raconte un analyste ISR d'une moyenne structure : « Quand je suis arrivé en 2005, tous les mois je faisais une grosse réunion en fin de journée en expliquant aux vendeurs en quoi on pouvait aider l'analyse classique à développer le business. Maintenant j'ai moins besoin de le faire (...). C'est vrai que l'on est un mix entre les martiens et les écolos sont arrivés. » Le second obstacle réside dans la difficulté pour l'analyste ISR de calibrer un discours facilement compréhensible et diffusable par un vendeur : « Nous un de nos vendeurs qui a une sensibilité un peu particulière va appeler nos clients ISR mais ils ont un peu de mal à faire passer le message car c'est complexe pour eux » explique une autre analyste ISR d'une société de courtage de taille moyenne.

Plus globalement, l'analyse ISR ne dispose pas à ce jour des caractéristiques lui permettant d'être appréhendée et reconnue dans les dispositifs de gestion des vendeurs. Cette difficulté est clairement pointée par un analyste financier, devenu ISR, avant de redevenir analyste classique : « En analyse ISR, le taux de rotation est faible, donc cela n'intéresse pas les vendeurs. L'analyse ISR est en dehors

des grands événements, du morning meeting... Ils ne permettent pas la chasse au ticket. Le sell-side traditionnel travaille sur les valorisations. Dans l'ISR, la notion de cours de rentre pas en ligne de compte. »

Ces propos mettent en exergue une première caractéristique des informations ISR, celle d'apparaître en marge des informations financières classiques, en raison d'un volume plus faible et du manque d'interprétations communément admises. Ils rejoignent ceux d'une gérante ISR lorsqu'elle décrit ses modes de relation avec les analystes ISR : « Les relations ne sont pas forcément très différentes de celles de gérants classique à analystes financiers. Disons que forcément, il y a moins de réaction à l'actualité car il y a moins d'actualité et que quand il y a de l'actualité, ils prennent un peu de temps pour réagir et ne la commente pas forcément car ils ne voient pas toujours ce qu'ils pourraient apporter. »

La seconde caractéristique renvoie à la question centrale de la traduction financière. Un certain mix se réalise lorsque l'analyse ISR permet de corroborer et de renforcer un sentiment émergent de l'approche classique, en apportant un critère supplémentaire de décision comme le décrit un analyste ISR : « Il (le vendeur) va me dire 'moi mes analystes financiers sont positifs sur St Gobain, cela fait six mois que cela a baissé, il y a un upside'. Et comme il sait que je pousse cette valeur là pour des thématiques d'efficacité énergétiques... » L'analyse ISR, dans sa conception « mainstream », est ainsi perçue comme un moyen d'accentuer les contrastes lorsque les informations dites « financières » peinent à opérer la sélection entre les sociétés, en raison soit du contexte économique, soit de leur propre manque de prévisibilité. Elle ne peut, en revanche, aboutir à la remise en cause des conclusions d'une analyse financière classique.

Par ailleurs, le schéma relationnel entre analystes financiers et entreprises, apparaît pour l'ISR en cours de construction, tant en termes d'interlocuteur que de modalités et de contenus des rencontres. Pour les directions d'entreprise, l'analyste ISR n'apparaît pas (encore ?) comme un interlocuteur incontournable. Quand une société de courtage tente d'introduire dans ses rapports l'adjonction d'indicateurs ISR, ce travail se réalise souvent encore en chambre : « Pour les remplir on s'inspire des rapports des entreprises. On essaie d'avoir un contact avec les entreprises mais le monde du brokerage est un monde pressé » précise laconiquement une analyste ISR.

Lorsque les relations s'instaurent, la standardisation et le formatage de la communication financière sous l'égide du chargé des Relations Investisseurs, souvent énoncés pour l'analyse financière classique, n'apparaissent pas avec autant d'ampleur pour l'ISR. La compétence relative du chargé des Relations investisseurs conduit à des rencontres intégrant également le responsable du Développement durable qui centralise, au sein de l'entreprise l'ensemble des informations afférents à ce champ : « Quand on rencontre les entreprises il y a toujours le responsable investisseur et le responsable D.D. car c'est tellement large que le R.I. ne connaît pas tout. » décrit une analyste ISR Toute l'ambiguïté des attentes de la relation avec le responsable Développement durable est parfaitement décrite par une gérante ISR, mettant en avant l'avantage d'une relation moins orientée vers la communication mais également moins « financière » : « Les responsables DD, ça apporte plus, c'est un discours moins normé que quand ce sont les responsables de la communication. (...) Mais il y a une réflexion à avoir car le gros problème du développement durable, c'est qu'ils n'ont, mais vraiment, aucune idée de la finance. Vous leur parlez chiffres, c'est 'vous verrez avec mon collègue'. »

La structuration de la relation, analystes, investisseurs et entreprises, autour de la pratique des road-shows est cependant en cours. Une gérante en évoque la nécessité et leur impulsion à travers les sociétés de courtage : « Le service des road-shows, cela va devenir important. Les sociétés de bourse s'y mettent. Il faut habituer les entreprises à ce genre de demande et quand elles n'ont pas encore réalisé ce type de présentation, elles ont du mal à l'accepter. Mais oui l'impact va devenir très important. » Les analystes y font plus clairement allusion, l'analyse ISR étant notamment, pour les brokers de taille moyenne, un moyen d'obtenir un road-show plus facilement que l'analyse classique

Jugées absolument indispensables pour les analystes financiers classiques pour leur travail d'interprétation des informations, les relations aux entreprises apparaissent cependant d'autant plus cruciales pour l'analyse ISR que le contenu des informations est nettement moins formalisé. « Mon problème » explique d'entrée de jeu un analyste ISR rencontré il y a deux ans, c'est que le champ de l'information

financière est très cadré, très homogène. (...) Sur les aspects extra-financiers, on a de l'hétérogénéité de tous les côtés, du reporting des boîtes, d'un pays à l'autre, d'une réglementation à l'autre, des engagements volontaires. Et pour aider tout cela, une absence de moyens. Là où il faudrait 50 fois plus d'analystes, il y en a 300 fois moins. »

La première difficulté provient donc du manque de fiabilité d'homogénéité et des informations utilisées, liée également à la difficulté à différencier un engagement effectif d'une bonne communication. La seconde difficulté réside dans le processus de construction des référents de l'analyse ISR.

#### • *Les dispositifs cognitifs d'encadrement et d'ajustement du jugement*

L'encadrement du jugement des analystes financiers « classiques » s'effectue par la mobilisation d'outils socialement construits qui permettent de baliser le travail d'analyse en construisant des similitudes, en rassemblant, en polarisant et donc en excluant, puis en comparant [Douglas, 2004]. L'appartenance sectorielle des sociétés, codifiée en référence aux différents indices boursiers est ainsi un dispositif cognitif très marqué, qui oriente la division du travail entre analystes financiers, spécialisés par secteur, ainsi que la modélisation qui sera effectuée [Zuckerman, 1999]. Cette appartenance détermine les schémas d'évaluation en fonction d'indicateurs, communément retenus, d'évaluation et d'évolution de la performance, et conduit à des recommandations en relatif au sein du secteur. Au-delà de cette classification sectorielle, le marché (c'est-à-dire les autres acteurs) sert de référent en termes d'intégration ou non des informations, notamment à travers la question de la traduction financière, ainsi que de repère en matière de timing d'intégration.

Malgré une diversité de situations, des évolutions se dessinent en terme de positionnement, d'intégration, voire d'intériorisation par l'analyse ISR de ces différents dispositifs.

#### *De la transversalité au suivi, comme but ultime, de valeurs sectoriellement ciblées*

L'analyse ISR a été introduite dans les sociétés de courtage selon une approche de transversalité. Tout l'enjeu est d'entrer par des outils d'analyse de thématique, déclinables à chacun des secteurs pour aboutir, in fine, à une analyse articulée avec celle de la valorisation financière des sociétés.

Le curseur varie en fonction de la taille de la société de courtage et des moyens, en nombre d'analystes, alloués à l'ISR. Il est également fonction, comme pour l'analyste sell-side classique, des représentations de la division du travail entre sociétés de courtage et sociétés de gestion.

Le travail de l'ISR se matérialise par des analyses thématiques, « les déchets », « les quotas de CO2 », pour lesquelles les analystes ISR sont initiateurs et au sein desquelles les analystes classiques peuvent être mobilisés ponctuellement. Les analyses peuvent être déclinées par secteur, reproduisant la division du travail des analystes financiers classiques. L'intégration à l'analyse spécifique des sociétés se traduit souvent de manière standardisée, sous forme de déclinaison d'indicateurs. L'enjeu d'une analyse plus directement en relation avec la valorisation des sociétés, donc un positionnement plus proche des analystes financiers classiques, est ainsi clairement énoncé, en particulier par les analystes ISR de grandes sociétés : « Les clients voient les brokers comme des super agences de notation. Ils font des secteurs reviews. Ce mois c'est le mois du blanc. Moi je suis broker, je suis là pour proposer des idées d'achat et de vente, en tous les cas c'est ce que veut ma direction. Moi des secteurs reviews je ne fais pas. Ils voudraient que l'on fasse un '40 pages' avec tous les indicateurs. C'est comme cela que fonctionnent les agences ISR mais sans rapport avec le marché boursier. Et le client voudrait que la même chose en intégrant en plus des données financières. Ce qui intéresse un directeur de la recherche c'est qu'on lui dise on met H. à la casse ou on passe à l'achat sur W. » La recherche de cette intégration transparait de manière prégnante lors de la mention d'une recommandation, posée en relatif, illustrant les emprunts à l'analyse classique, voire l'isomorphisme des pratiques : « Le modèle financier de X a quatre notations » décrit un analyste ISR d'une société de courtage moyenne mais ancien dans le métier, Achat, Accumuler, alléger, Vente. Moi j'ai considéré une recommandation extra-financière en 4 recommandations, Opportunité forte, modérée, Risque modéré ou risque élevé. On a des reco sur l'ensemble des critères ESG et puis on décline. »

À l'occasion de l'évaluation de sa performance, une analyste d'une moyenne maison de courtage pointe cependant les difficultés rencontrées d'un ancrage sur les valeurs, liées en particulier à la demande de réactivité couramment adressée à l'analyste financier classique : « Un analyste qui suit six

ou sept valeurs, en une heure il peut écrire un papier qui va passer dans le morning fax. Moi il me faudra une demi-journée, voire une journée sur les secteurs que je ne connais pas du tout. (...). J'ai obtenu de me concentrer sur les études. »

*Les cadres de pensée de la « traduction financière » et ses controverses*

L'analyse ISR se trouve ainsi clairement confrontée à une difficulté d'évaluation, liée à une difficulté de mise en équivalence et de comparaison de situations hétérogènes [Desrosières, 2005]. La « commensurabilité » [Espeland et Stevens, 1998], processus par lequel des qualités différentes sont transformées en une mesure commune apparaît très clairement dans le champ du social où l'encodage de l'information demeure à construire. [Rivaud-Danset 1998, Douglas 2004].

Malgré une référence unanime à la réalisation d'une analyse utile pour les investisseurs, des controverses subsistent sur la signification d'une analyse ISR. La ligne de démarcation pouvant exister avec une analyse extra-financière est illustrée par les propos de deux analystes ISR pionniers dans le métier. Le premier, en référence à la RSE, met l'accent sur la dimension de responsabilité : « J'ai un débat avec X, c'est un spécialiste de la pyramide des âges. Cela a le mérite d'être là et d'être objectif mais ce n'est pas de l'ISR pour commencer, c'est de l'extra-financier. Une boîte avec beaucoup de seniors en ISR on se pose la question de ce qu'ils font. En extra-financier, ce ne sera pas bon car c'est du social en puissance mais il y a des secteurs où le talent... » Le second met clairement en avant une optique plus directement financière : « On a un prisme déformant car on travaille pour les investisseurs. On ne travaille pas pour les ONG ou les DRH. On le fait pour un investisseur avec des notions de risques et d'opportunités. » Le schéma cognitif de référence s'articule ainsi à celui des analystes financiers classiques et, plus généralement, à celui du monde de la finance, en référence aux travaux de Markowitz. La recherche de la fameuse « traduction financière » s'opère alors par une anticipation des risques et par une analyse des opportunités. En faisant allusion à la part de qualitatif intégré par les analystes financiers classiques, et notamment à l'importance de l'appréciation des dirigeants, cet analyste ISR poursuit en positionnant son travail en tant que processus d'explicitation et de formalisation de cette « subjectivité ». Cette seconde approche semble la plus diffusée comme en témoignent la sélection entre les informations utilisées et les thèmes les plus couramment abordés.

Lors d'entretiens réalisés en 2006, l'attrait que pouvaient représenter les questions environnementales étaient spontanément citées, malgré une réticence, à l'époque, de la communauté financière : « La perception générale de la plupart des analystes, c'est que la construction environnementale et durable, c'est l'apanage de la communauté hippie. Alors que cela représente un marché de 600 milliards de dollars en Europe sur les cinq prochaines années », déclarait un analyste ISR en mettant clairement en évidence l'apport, à son sens, de la réglementation : « Le chemin de la traduction financière des enjeux environnementaux, c'est la réglementation, ça c'est clair ». Deux ans plus tard, l'intérêt pour les questions environnementales est clairement affiché, et ce notamment en relation avec l'élargissement de la clientèle ISR. « Il y a de plus en plus de clients qui s'intéressent, pas vraiment à l'ISR, mais aux thématiques environnementales, déchets, eaux. Ils ne s'y intéressent pas car c'est bon pour l'environnement, mais car c'est une manne financière. », indique une analyste ISR dont les propos sont amplifiés par certains de ses collègues faisant allusion à l'existence, dans certaines sociétés de courtage, d'analystes dédiés à la thématique actuellement en vogue du CO2.

La question de la traçabilité financière dépasse cependant la prise en compte par la réglementation comme en témoigne les difficultés de prise en compte des informations relevant du champ du social. Elle met ainsi en jeu des questions d'orientation des perceptions et des interprétations.

L'évocation d'une faible disponibilité des informations sociales souligne l'absence de performativité en la matière. « J'aimerais écrire sur le social mais on n'a pas de temps et il y a moins d'intérêt de la part de nos investisseurs. C'est plus difficile de faire des recherches sur les questions sociales. Il y a moins de données, explique une analyste ISR, et comme il y a moins d'intérêt en général pour les gens, vous avez moins d'informations. » Ces propos sont complétés par l'invocation d'une multiplicité des perceptions et donc d'une absence de référents d'interprétation. « Il y a clairement une inclinaison à aller sur les enjeux qui se matérialisent le mieux. C'est clair. (...) On retient les enjeux qui produisent les mêmes effets. (...) Un plan social ce n'est pas très bon mais un plan social réussi c'est mieux que la catastrophe plus tard. Les indicateurs a qui on peut faire dire beaucoup de choses on n'aime pas trop

s'y coller. On a beaucoup de problème avec la partie sociale (...). On rame. », développe un analyste ISR ancien dans le métier en évoquant les partenariats qui essaie de nouer dans ce domaine. Un ancien analyste ISR illustre concrètement cette difficulté en se référant aux pratiques de certains investisseurs : « Un jour j'ai eu un appel d'un gérant qui voulait mettre en place un fond ISR sur des critères sociaux, autour d'une politique de recrutement ambitieuse. Je lui ai dit que ce n'était pas représentatif. Tout dépend de la position de la boîte dans le cycle. J'ai cherché les fonds dans ce domaine. J'en ai trouvé un qui se disait RH. Son portefeuille était composé de 15 % Total, 10 % Sanofi. Répliquer le CAC 40 ce n'est pas compliqué. Finalement mon gérant a monté un fond vert. C'est plus facile à quantifier. C'est tout le problème de la mesure. »

Les questions du champ du social, mais également celles afférentes à la gouvernance tangentent une autre difficulté, celle des conflits d'intérêt. Facilement abordée par les gérants ISR, elle l'est plus ponctuellement par les analystes financiers, à l'occasion de certains thèmes comme la question du blanchiment des capitaux par les organismes financiers ou du tourisme sexuel par le secteur hôtelier.

Le processus de construction de repères, tels qu'il est évoqué par les différents analystes, implique différents acteurs dans la construction de l'opinion. Sur certains champs, l'action des entreprises est mise en avant : « C'est un cercle vertueux : Il y a un côté école, les sociétés définissent des critères qui sont repris : regardez EDF et les énergies nouvelles, les bulles actuelles sur les sociétés éoliennes. », commente un ancien analyste ISR. Sur d'autres, c'est le nom d'un analyste, qualifié de précurseur, qui peut être mentionné par ses pairs... ou par eux-mêmes : « Il y a deux ans on a poussé la thématique de l'efficacité énergétique, maintenant tout le marché la reprend, on a développé le modèle. » La jeunesse du champ induit de la part des analystes ISR, en particulier les plus anciens, un discours mettant en valeur une fonction d'innovateur, voire d'entrepreneur qui les permet de se démarquer des agences de notation : « Comme il s'agit d'un sujet très émergent, si on n'est pas innovant, si on applique bêtement des grilles de questionnaires, vous faites cela pendant deux ou trois ans et après vous dites comme la moitié des gens chez Vigéo, 'ce n'est pas intéressant'... Moi je leur dis : 'Qu'est-ce que tu proposes ?' On a besoin de gens innovants car on est sur un domaine qui est contesté. Heureusement que l'on n'a pas arrêté d'innover depuis 10 ans. »

#### *Des questions de l'horizon temporel et du timing paradoxalement présentes*

Une dimension très importante du travail de l'analyste financier classique réside dans une analyse en dynamique de l'évolution du cours boursier qui l'amène à s'interroger sur la question de timing, c'est-à-dire le moment où l'information est susceptible d'être, ou non prise, en compte par les autres acteurs du marché. Cette question n'est pas totalement absente de l'analyse ISR, a priori déconnectée de l'évolution conjoncturelle des cours boursiers.

La question des informations incorporables, ou pas, précédemment développée, se conjugue avec celle des informations déjà incorporées ou susceptibles de l'être, illustrant une certaine intériorisation des théories d'efficience informationnelle des marchés. « Il faut arriver suffisamment tôt pour ne pas être la 40<sup>e</sup> affiche mais, en même temps, pas trop tôt car cela n'intéresse pas. Typiquement X et Y avaient écrit une étude sur le stress au travail. Aujourd'hui on en parle énormément. Et à l'époque c'était tombé complètement à plat or ils avaient fait un très gros travail. », raconte une analyste ISR. Une gérante ISR prolonge cette analyse en illustrant comment l'horizon d'investissement ne permet pas de prendre en compte certains thèmes : « L'ISR est plus long terme (que l'analyse classique), donc on a encore plus de risque d'avoir raison trop tôt. Et même le risque c'est de détecter des thèmes qui ne seront jamais vraiment intégrés. Si vous prenez la thématique des nanotechnologies, ou les OGM... »

Cette vocation de l'ISR à s'inscrire dans le « long terme » est présentée par ses tenants comme l'un des apports possibles aux pratiques des analystes financiers classiques : « On essaie de faire en sorte que les analystes lèvent le nez et qu'ils rallongent un peu leur horizon. C'est la principale résistance avec laquelle on doit composer aujourd'hui, c'est le court-termisme ambiant des salles de marché. », expliquait il y a deux ans et demi un analyste ISR. Cette notion de long terme se définit cependant essentiellement en relatif, comme l'explique en souriant un analyste ISR, en mettant en exergue une dimension essentielle : « On considère que l'on vient compléter la recherche financière traditionnelle à

plus de 12 mois (...). Sur les marchés financiers, 12 mois c'est du long, long terme... On dépasse l'année, ce qui est déjà beaucoup car l'année c'est le bonus de fin d'année. »

Comme pour les analystes financiers classiques, l'orientation de l'analyse apparaît ainsi également fonction des dispositifs d'évaluation de la performance, fondements de la rémunération.

### *III-3. Analyse des dispositifs d'évaluation de la performance et de rémunération*

Même si le sujet du niveau des rémunérations apparaît relativement tabou, nos interlocuteurs attestent largement l'absence de commune mesure entre celles offertes par les agences de notations extra-financière et celles offertes par les sociétés de courtage. Au sein des sociétés de courtage, les analystes financiers classiques constituent une référence, considérée ou non comme atteinte, selon la taille de la société, l'ancienneté dans l'ISR... Mais la structure de la rémunération est calquée sur celle des analystes financiers, comme de l'ensemble des acteurs de l'intermédiation financière, dans le sens où la part de bonus dans la rémunération est importante et symbolise toute la « reconnaissance » de la hiérarchie. Ce bonus, souvent qualifié de discrétionnaire, se fonde théoriquement sur divers outils d'analyse de la performance, intrinsèquement représentatifs du modèle économique des sociétés de courtage.

Le travail réalisé par l'analyste financier, classique ou ISR, se retrouve enchâssé dans « une économie de la qualité » dont elle représente un exemple extrême dans le sens où, bien qu'insérée dans des échanges économiques, elle n'est pas valorisée par un prix de marché. La mesure de la performance de l'analyste est réalisée grâce aux évaluations internes mais également des évaluations externes, constituées de « dispositifs de promesse » et « dispositifs de jugement » [Karpik, 1989].

L'évaluation « privée » de l'analyste financier « classique » se structure autour d'un mécanisme à « double étage ». Le travail de l'analyste donne lieu à des évaluations internes, reposant sur des mécanismes de notations par les vendeurs et la hiérarchie. Il est également évalué par un système de notation externe par les clients, qualifiable de « dispositif de promesse ». Les volumes de courtage sont répartis en fonction d'une note, intégrant une appréciation des analystes, des vendeurs et des traders d'un bureau donné. Par ailleurs, des « prix », donnant à l'évaluation des analystes un caractère public, sont également réalisés chaque année, prix qui peuvent être mobilisés dans l'évaluation privée de l'analyste. Entrant théoriquement dans la catégorie des « dispositifs de jugement fondés sur la confiance impersonnelle » (tels les guides, les appellations) [Karpik, 1996], ces classements empruntent néanmoins, selon les dires des analystes, aux dispositifs fondés sur la confiance personnelle fondée, par exemple sur les réseaux. Pour les analystes financiers classiques deux catégories peuvent, en effet, être distinguées, les « dispositifs de notoriété », construits à partir des votes des investisseurs et les « dispositifs d'efficacité », construits à partir de l'appréciation de leurs prévisions et de leurs recommandations.

Si les « dispositifs de jugement » sont porteurs de « préférences facultatives », les « dispositifs de promesse » sont associés plus nettement à une sanction sociale, qui se traduit, dans le cas présent, par l'arrêt du référencement en termes de courtage. En tant qu'« agencement symbolico-matériel », le processus de notation a pour effet de maintenir l'esprit des engagements dans le temps et dispose, à ce titre, d'une très forte connotation normative [Karpik, 1996].

Les analystes ISR mettent en avant une évaluation calquée sur celle des analystes classiques : « On est des analystes comme les autres, avec des objectifs comme les autres, les votes des clients, les votes externes, les ratings, qui sont aussi la satisfaction de nos clients internes, les vendeurs, qui doivent trouver un intérêt. »

Les « dispositifs de promesse » prennent une part d'autant plus importante qu'ils permettent d'identifier, pour l'analyse ISR, le chiffre d'affaires qu'elle induit. Et l'analyste précédent de poursuivre : « Pour nous ce qui compte le plus ce sont les classements clients car ce sont eux qui rapportent du business. » Ces dispositifs viennent compléter des indicateurs d'évaluations internes, comme le nombre de road-shows, le nombre d'appels entrants et ou sortants... Certains indicateurs appliqués aux analystes financiers classiques ne se révèlent pas toujours adaptés, notamment en raison d'une relativement faible spécialisation et de la spécificité du travail demandé : « Il est difficile de donner des objectifs de publications. », explique un analyste ISR d'une grande maison de courtage. « L'étude peut

faire 40 pages comme 150. » Les classements clients sont également considérés comme plus objectifs que les prix sur lesquels les analystes ISR, à l'instar des analystes financiers classiques, sont parfois relativement critiques : « Il peut y avoir un gap très significatif entre le vote d'un client sur Extel et chez ses clients. Chez Extel, vous pouvez avoir de très bons votes en menant une campagne à l'américaine, en faisant des visites, des relances... » Une exception est cependant faite pour le classement réalisé par l'Enhanced Analytic Initiative, mis spécifiquement en place pour l'analyse extra-financière et considéré comme réalisé de manière véritablement indépendante : « Il y a un consultant qui se paluche toutes les études. Il n'y a aucun lobbying ou pression possible. C'est un signal fort. »

## Conclusion

Si l'analyse financière réalisée par les agences de notation extra-financières et notamment Arèse, s'était inscrite dans un modèle considéré comme cognitivement proche de celui des investisseurs, elle demeurerait en marge des modes de fonctionnement institutionnalisés régissant les relations entre les sociétés de gestion et les sociétés de courtage. L'intégration de l'analyse ISR, en tant que « service » supplémentaire apporté par les sociétés de courtage, permet aux sociétés de gestion d'inscrire l'ensemble de leurs activités de gestion dans les mêmes structurations relationnelles. Mais elle permet également, aux sociétés de courtage, d'élargir leur clientèle en se positionnant clairement sur le créneau de « l'ISR mainstream ». Le parallèle historique réalisé avec l'évolution de l'analyse financière classique témoigne de la force des mécanismes institutionnels et interroge sur le devenir des sociétés de notation extra-financière, en dehors d'un positionnement de niche.

Malgré une diversité de situations, liées aux politiques des sociétés de courtage, à leur taille, à la personnalité des analystes, des évolutions se dessinent en terme de positionnement, d'intégration, voire d'intériorisation, par l'analyse ISR, des différents dispositifs de gestion. L'analyste ISR doit clairement s'inscrire dans un processus de conquête des attributs de reconnaissance de l'analyste financier classique, en termes de raisonnements financiers, de recherche d'une traduction financière risques-opportunités qui oriente le contenu de l'analyse, d'orientation vers une articulation de l'ISR à la valorisation des titres, d'horizons temporels. Si la reconnaissance par les vendeurs, très prégnante pour les analystes financiers, n'est pas encore au rendez-vous, les dispositifs d'évaluation de la performance des analystes ISR tendent à se rapprocher des dispositifs des analystes classiques et la difficulté à matérialiser la surperformance en termes d'impact sur les cours de bourse est compensée par la matérialisation financière apportée par les flux de courtage. Ce processus se révèle cependant trop récent pour que des conclusions plus fortes soient posées en termes de stabilisation d'une convention d'évaluation de l'analyse ISR.

## Bibliographie

- ALBEROLA E., GIAMPORCARO-SAUNIERE S. (2006), « Les agences d'analyse et de notation extra-financière : quels services pour quels investisseurs ?, *Revue d'économie financière*, septembre, n° 85, p. 171-189.
- AZOULAY O., ZELLER V. (2006), « ISR : stratégie de 'niche' ou 'mainstream' ? », *Revue d'économie financière*, septembre, n° 85, p. 191-208.
- BARKER R.G. (1998), « The Market for Information: Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers », *Accounting and Business Research*, vol. 29, n° 1, winter issue, p. 3-20.
- BERSTEIN P.-L. (2000), *Des idées capitales*, PUF.
- BOUSSARD V., MAUGERI S. (2003), « Introduction », *Du politique dans les organisations, sociologies des dispositifs de gestion*, L'Harmattan.
- DEJEAN F. (2006), « La création du marché de l'ISR en France : logique d'offre et stratégie de communication », *Revue d'économie financière*, septembre, n° 85, p. 273-284.
- DESROSIERES A. (2005), *Évaluation et commensuration : sur quelques controverses récurrentes*, Groupe de travail en éthique et philosophie des sciences, Collège de France, 7 avril.
- DI MAGGIO P.J., POWELL W.W. (1983), « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American sociological Review*, n° 48, p. 147-160.
- DOUGLAS, M. (2004), *Comment pensent les institutions ?*, La Découverte.
- ESPELAND N., STEVENS L. (1998), « Commensuration as a Social Process », *Annual Reviews of Sociology*, n° 24, p. 313-343.



- GLASER B., STRAUSS A. (1967), *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, Aldine de Gruyter.
- GOND J.P., LECA B. (2004), « La construction de la notation sociale des entreprises ou l'histoire d'ARESE », *Working paper*.
- GRANOVETTER M. (2000/1985), « Action économique et structure sociale : le problème de l'encastrement », *Le Marché autrement. Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, p. 75-114; « Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, vol. 91, p. 481-510.
- KARPIK L. (1989), « L'Économie de la qualité », *Revue française de sociologie*, XXX, p. 187-210.
- KARPIK L. (1996), « Dispositifs de confiance et engagements crédibles », *Sociologie du travail*, n° 4, p. 527-550.
- KIRCHHOFF-MASSERON M.G. (2007), « Le métier d'analyste financier dans les banques 1960-1980 », *Working paper*.
- KLEINER, T. (2003), « La Consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris », *Actes de la recherche en sciences sociales*, mars, p. 42-50.
- LECA B., GOND J.P., DEJEAN F., HUAULT I. (2006), « Institutional Entrepreneurs as Competing Translators : a Comparative Study in an Emerging Activity, XV conférence Internationale de management stratégique, 13-16 juin.
- PENALVA-ICHER E. (2007), « Réseaux et Régulation d'un marché financier « socialement responsable », *Thèse de doctorat*.
- RIVAUD-DANSET D. (1998), « Le Traitement de l'incertitude en situation », *Institutions et Conventions, Raisons pratiques* n° 9, Éditions EHESS, p. 23-49.
- SCOTT R.W. (2001), *Institutions and Organizations*, Sage, 2<sup>e</sup> ed.
- STEINER P. (2002), « Encastnements et sociologie économique », in HUAULT I. (coord.), *La Construction sociale de l'entreprise*, EMS, p. 29-50.
- STRAUSS A., CORBIN J. (1998), *Basics of Qualitative Research*, 2<sup>nd</sup> ed., Sage.
- VOISIN S., LUCAS-LECLAIN V. (2008), « L'ISR à la croisée des chemins : pour une performance responsable », *Responsabilité et Environnement*, n° 50, avril.
- ZUCKERMAN E.W. (1999), « The Categorical Imperative: Securities Analyst and Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, vol. 104, n° 5, mars, p. 1398-1438.