

Une confrontation entre deux modes de description d'un marché - en finance et en sociologie : le cas des *exchange traded funds* (ETF)

Par Laurent DEVILLE

EDHEC Business School

et

Mohamed OUBENAL

Post-doctorant à l'Institut des Sciences de la Communication du CNRS – ISCC

Si l'économiste s'intéresse à la valeur et si le sociologue se focalise sur les valeurs, un économiste financier et un sociologue analysant un même marché doivent en produire des descriptions très différentes. C'est ce qu'ont pu vérifier les deux auteurs de cet article en prenant le cas des ETF (*Exchange Traded Funds*), un marché financier né récemment et en pleine expansion. Deux descriptions contrastées de ce marché ont été ainsi produites et ont donné lieu à une tentative de dialogue. Le financier voit le marché comme un ensemble de produits et de règlements qui ne sont que de simples réponses fonctionnelles aux besoins des investisseurs. Le sociologue voit, quant à lui, le marché comme une arène sociale. Dans le premier type de description, les acteurs sont réduits à leur rôle fonctionnel. La description sociologique semble plus riche, plus compréhensive, mais elle opère elle aussi des réductions et requiert au préalable une description financière.

Introduction

Il existe, selon David Stark (2009, p. 7), un « vieux pacte parsonien » délimitant les territoires disciplinaires de l'économie et de la sociologie : l'économiste (ou le financier) s'intéresse à la valeur, et le sociologue aux valeurs, c'est-à-dire aux relations sociales dans lesquelles les faits économiques sont enchâssés (*embedded*). Dès lors, quand on décrit un marché, deux types de description différenciée de ce même objet doivent être possibles, selon que l'on opte pour la dominante de l'économie ou pour celle de la sociologie.

Les deux auteurs de cet article sont pour l'un financier et pour l'autre sociologue. Ils ont travaillé à analyser la dynamique d'un marché financier en plein développement et se sont trouvés confrontés à cette question des différences possibles dans les manières de décrire un même objet. Leurs discussions ont rapidement porté sur ce qui faisait

sens, pour le chercheur en finance, d'un côté, et pour le sociologue, de l'autre. Et même quand ils se retrouvaient sur un évènement ou une controverse, comme celle de la technique de réplcation du produit échangé, leurs façons de l'envisager différaient. Devait-on observer les conséquences de la controverse sur l'activité ou, *a contrario*, s'intéresser au jeu des acteurs autour de cette controverse ? De la réponse dépend naturellement la nature des descriptions à mener.

Le parti pris que nous avons adopté a donc été de mener en parallèle une description sociologique et une description financière du marché en cause en contrastant les deux approches, pour essayer ensuite de les confronter. Il ne s'agissait pas de chercher à identifier la meilleure théorie des marchés ou de disqualifier l'une ou l'autre des descriptions, mais bien plutôt de les faire dialoguer et de s'efforcer de comprendre ce qui fait la force et la faiblesse de chacune d'entre elles.

Le cas que nous avons choisi est celui des ETF (*Exchange Traded Funds*). Il est particulièrement intéressant à deux titres : c'est un marché qui est né récemment, puisqu'il ne s'est ouvert en Europe qu'en 2000, soit après une dizaine d'années d'existence aux États-Unis. C'est aussi un marché en très forte croissance qui a atteint fin 2013 près de 2 400 milliards de dollars d'encours (données BlackRock). Même la crise de 2007-2008 qui a vu s'effondrer les valeurs d'indice des actions, principaux supports des ETF, n'a pas mis de point d'arrêt à la croissance des en-cours sur ce marché.

Pour les situer brièvement, les ETF sont des portefeuilles d'actifs visant à reproduire la performance d'un *benchmark*, dont on peut échanger des parts. En effet, contrairement aux autres types de fonds indiciels, les ETF sont échangeables en bourse à l'instar d'actions. La conciliation de ces deux aspects (réplication et négociabilité) a conduit au développement de techniques spécifiques dont certaines reposent sur le recours à des produits dérivés. Initialement centrés sur les actions, les ETF se sont progressivement étendus à l'ensemble des marchés d'actifs (actions, obligations, taux d'intérêts, matières premières). Si l'impact de l'introduction de ces produits aux États-Unis a fait l'objet de quelques travaux en finance, aucune étude ne s'est encore jamais interrogée sur les conditions de l'émergence de ce marché ni sur les déterminants de son succès.

Comment un financier et un sociologue peuvent-ils décrire ces conditions et ces déterminants ?

Avant de répondre à cette question, il faut commencer par expliquer comment la littérature financière traditionnelle a abordé la question de la description de ce marché.

Les recherches sur les ETF

Jusqu'à la crise financière de 2007 et la mise sous projecteur du marché des ETF par les régulateurs, les recherches académiques portant sur les ETF ont essentiellement été menées sur les marchés nord-américains⁽¹⁾. Elles suivent deux voies principales : d'une part, il s'agit de se demander dans quelle mesure les ETF offrent une alternative efficiente et performante aux fonds indiciels classiques et, d'autre part, de mesurer l'impact de l'introduction de ces produits sur les autres marchés de titres indiciels.

Ces travaux, comme c'est souvent le cas avec les études quantitatives, ne proposent qu'une description *a minima* du produit, et souvent une description encore plus sommaire du marché. Après une brève introduction de l'historique du produit et de ses spécificités, ce dernier est réduit à sa dimension quantitative : ses prix, ses coûts, ses volumes d'échanges et sa volatilité. Le fonctionnement du marché n'est évoqué que dans les seuls cas où ses spécificités sont susceptibles d'expliquer les résultats obtenus. Les ETF ont depuis fait l'objet d'une attention particulière après

(1) Pour une revue des recherches sur les ETF, on pourra se référer à Deville (2007, 2008).

que les régulateurs eurent fait part de certaines inquiétudes suscitées par le développement de ces produits financiers. Néanmoins, la description de leur marché est restée sommaire. Même dans les travaux basés sur la modélisation du marché (GUEDJ et HUANG, 2009), les acteurs « représentatifs » sont réduits à leur dimension fonctionnelle et à leur degré d'aversion au risque.

On est donc très loin d'une description sociologique. Le marché est également en attente d'une véritable description d'un point de vue financier.

Nous allons donc nous efforcer de mener à bien ces deux types de description du produit, des mécanismes de son fonctionnement et des acteurs. Cela suppose un travail de terrain. Si, dans une analyse sociologique du marché des ETF, les acteurs sont au cœur de la description, il devient dès lors nécessaire de les rencontrer au travers d'entretiens, mais aussi en nous immisçant dans leur arène sociale. C'est ce que nous avons pu faire en assistant et/ou en participant aux conférences professionnelles portant sur les ETF. Ce faisceau d'éléments devait nous permettre de comprendre la forte croissance de ce marché au moment même où la crise frappait l'ensemble des places boursières. On verra que la description sociologique force à creuser la notion de frontière et à s'interroger sur les actions des acteurs au-delà du rôle qui leur est attribué dans la modélisation économique. Elle offre ainsi une vision de la structuration du marché qui n'est pas limitée aux seuls attributs du produit. De façon un peu paradoxale, on verra aussi que la description sociologique de la finance s'appuie sur une forte proximité, quand la description en finance repose sur un regard extérieur plus éloigné du marché. Nous allons commencer par cette dernière.

Une première description du marché : le point de vue de la finance

Les ETF ont été introduits en Europe en 2000, après une dizaine d'années d'existence outre-Atlantique. Il s'agissait à l'origine de fonds ayant pour objectif de reproduire la performance d'un indice ou plus généralement d'un panier d'actions. En cela, ils s'inscrivent dans la lignée des instruments offrant la possibilité de traiter un panier de titres en une seule transaction. Black et Scholes (1974) décrivent l'acharnement de la banque Wells Fargo à mettre en pratique ces principes avec le développement au début des années 1970 des fonds de marché (que nous appellerions aujourd'hui « fonds indiciels »). La démarche a été parsemée de barrières tant en termes de régulation et de taxation que de compréhension de la part des investisseurs. Les fonds indiciels se sont heurtés en particulier à une intense résistance de la part d'une industrie de la gestion de fonds poursuivant des stratégies (dites actives) visant à surperformer le marché (MACKENZIE, 2006, pp. 84-88). L'idée selon laquelle la meilleure stratégie pour un investisseur serait simplement de détenir passivement une part du marché, trouve son origine dans les travaux tant théoriques qu'empiriques associés à la théorie

moderne du portefeuille (MARKOWITZ, 1952). En théorie, pour être à l'équilibre, un portefeuille d'actifs risqués détenu par les investisseurs doit être investi dans chacun des actifs existants à due proportion de leur capitalisation boursière. Par ailleurs, la plupart des études empiriques montrent que les fonds qui suivent des stratégies actives affichent en moyenne des performances inférieures aux indices de référence et que ceux qui parviennent à surperformer ces indices de façon systématique sont extrêmement rares (FUNG *et al.*, 2008). La gestion passive a néanmoins fini par conquérir le marché des investisseurs tant institutionnels qu'individuels, pour représenter aujourd'hui une proportion significative des investissements.

Les fonds indiciels sont simplement des fonds gérés par des sociétés de gestion, dont l'objectif est d'assurer aux fonds la même performance que celle de l'indice. L'investissement dans de tels fonds (circuit gris, dans la Figure 1 ci-dessous) se fait directement auprès du gestionnaire, sur une base quotidienne. En échange d'espèces, l'investisseur reçoit des parts de fonds indiciels sur la base de leur valeur comptable augmentée de frais. Le gestionnaire du fonds se chargera alors d'investir les montants reçus en fonction de la stratégie choisie. Dans le cas le plus simple, le fonds peut être investi dans les actions composant l'indice dans ses justes proportions. À titre d'exemple, dans le cas de l'indice S&P 500⁽²⁾, qui est un des supports principaux d'ETF, le fonds indiciel qui détiendrait les 500 titres compo-

sant l'indice avec les pondérations adéquates serait assuré d'une performance égale à celle de l'indice, que ce soit à la hausse ou à la baisse. Plutôt que de détenir l'ensemble des actions composant l'indice, certains gestionnaires de fonds ont recours à des techniques statistiques permettant de réduire l'univers des actions dans lequel ils investissent. Dans ce cas, la performance du fonds ne suivra plus celle de l'indice de manière parfaite, mais la réduction des coûts associés aux titres faiblement représentés dans l'indice doit permettre de compenser d'éventuels écarts de performance.

En plus des caractéristiques des fonds indiciels classiques, les ETF présentent la particularité de pouvoir être échangés (comme des actions) en continu sur des plateformes de négociation dédiées. Dès lors, les investisseurs n'ont plus besoin de s'adresser au gestionnaire pour investir dans le fonds : ils peuvent passer directement par le marché pour acheter ou pour vendre des parts. Les parts restent néanmoins échangeables auprès du gestionnaire de fonds par bloc de grande taille contre le portefeuille d'actions correspondant. Ces opérations de création/rachat de parts accessibles aux investisseurs institutionnels constituent un second marché (dit marché primaire) pour l'ETF. La Figure 1 ci-dessous schématise cette structure particulière dans laquelle le fonds peut être échangé sur le marché primaire à sa valeur comptable directement auprès de l'émetteur, et dans laquelle les parts peuvent être échangées sur le marché secondaire entre investisseurs au prix de marché (dépendant de l'offre et de la demande).

(2) L'indice S&P 500 est un des principaux indices boursiers américains. Sa valeur est calculée par le fournisseur d'indices S&P Dow Jones Indices en pondérant la valeur de marché de 500 des plus importants titres américains par leur capitalisation boursière.

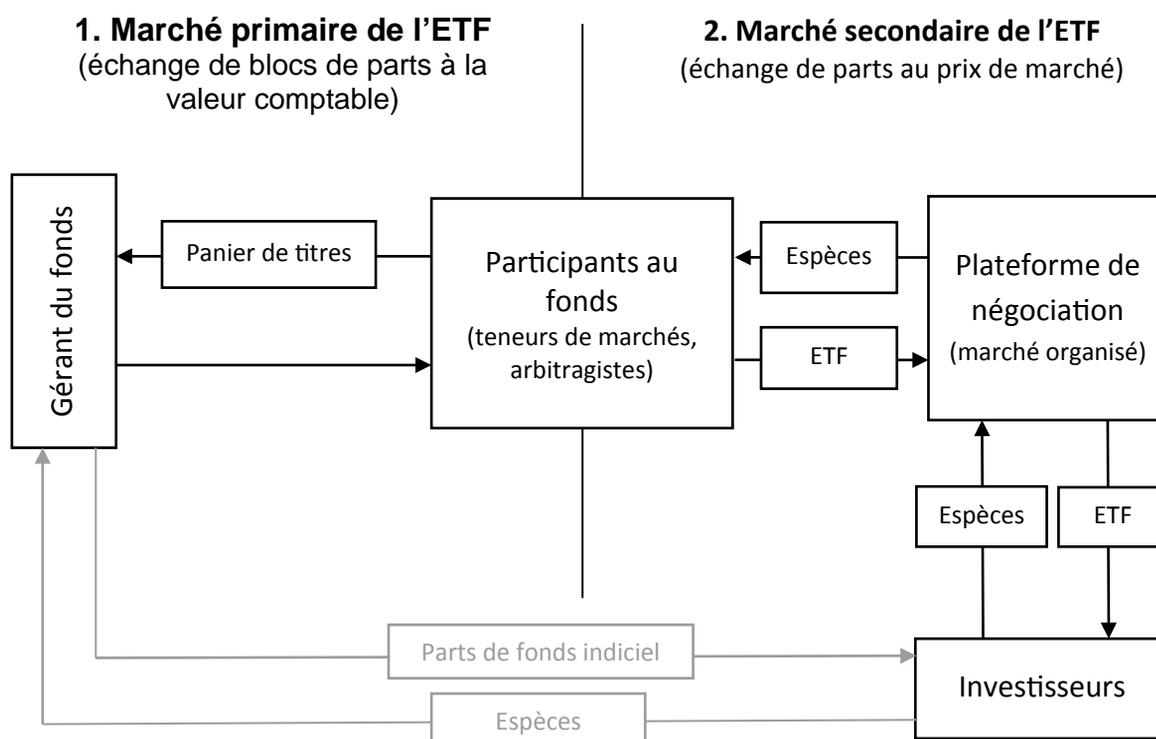


Figure 1 : Schéma de fonctionnement des marchés d'ETF (en noir) et de fonds indiciels traditionnels (en gris).

La supériorité de cette forme organisationnelle dite de fonds ouvert a souvent été avancée pour expliquer la qualité du marché des ETF et, par voie de conséquence, leur succès. La qualité du marché peut se mesurer à la capacité des investisseurs à échanger leurs parts d'ETF rapidement (liquidité) et à des prix proches de la valeur du fonds (efficience). La structure spécifique de négociation des ETF présente à ce titre un double intérêt pour la tenue de marché (sur laquelle repose la liquidité), d'une part, et pour l'arbitrage (sur lequel repose l'efficience de prix), d'autre part.

Les teneurs de marché sont des spécialistes dont le travail consiste à coter tout au long de la journée les prix auxquels ils sont prêts à acheter ou à vendre un produit financier. Leur revenu provient de leur capacité à acheter les titres à un prix plus faible que celui auquel ils parviennent à le vendre. Les plateformes de négociation d'ETF exigent la présence de teneurs de marché, les investisseurs sont assurés de trouver une contrepartie sur le marché. Toutefois, face à une offre ou à une demande excessive sur le marché organisé, ces teneurs de marché vont accumuler une position susceptible de se déprécier en cas de variation défavorable du prix de l'actif. Face à ce risque, dit d'inventaire, les teneurs de marché demandent une rémunération qui prend la forme d'une augmentation des coûts supportés par les investisseurs. Dans le cas des marchés d'ETF, les teneurs de marché peuvent facilement se prémunir contre ce risque en se retournant vers le fonds pour dénouer la position ainsi constituée contre le panier de titres constitutif de l'indice, panier lui-même échangeable sur le marché des actions.

Les arbitragistes sont, quant à eux, des investisseurs qui cherchent à tirer parti de distorsions de prix pouvant exister sur les marchés. Dans le cas des marchés d'ETF, l'existence d'un canal de négociation entre deux marchés facilite les arbitrages et doit, par là même, permettre une meilleure efficience du prix d'échange. Dans le cas où la valeur du fonds et la valeur des parts négociées sur le marché s'écarteraient l'une de l'autre, il serait possible pour un arbitragiste d'acheter l'ETF sur le marché où il est le moins cher et de le revendre simultanément sur celui où il est le plus cher. En théorie, toute opportunité de ce type devrait être saisie rapidement et elle aurait pour effet de faire converger les deux valeurs : quand un ETF représentant n fois l'indice s'échange à un prix égal à n fois la valeur de cet indice, il n'existe plus d'opportunité d'arbitrage.

À l'origine, les ETF nord-américains répliquaient les principaux indices d'actions en recourant à une technique de gestion indiciaire dite physique⁽³⁾. Comme nous venons de le voir, pour garantir à un ETF une performance similaire à celle de l'indice répliqué, les montants placés par les investisseurs sont investis dans le panier d'actions sous-jacent. Lors de leur introduction sur les marchés européens, leur offre a rapidement été étendue à des indices plus étroits,

(3) Les ETF « physiques » achètent les titres qui composent l'indice sous-jacent pour assurer la réplique de la performance de l'indice, alors que les ETF « synthétiques » ont recours à un produit dérivé, le *swap*, pour y parvenir.

voire exotiques avec l'apparition d'ETF sur indices de marchés émergents, et une nouvelle technique de réplique, dite synthétique, a fait son apparition. Dans ce cas, les gestionnaires du fonds ont recours à un produit dérivé, dit *swap* de rentabilité, pour assurer la réplique de la performance indiciaire : les fonds sont investis dans un panier de titres et un *swap* est conclu avec une contrepartie qui s'engage à verser la performance de l'indice répliqué contre celle des actifs du fonds. Cette innovation technique s'est rapidement imposée en Europe, portée qu'elle était par une législation plus libérale et par la nature des émetteurs. Alors qu'aux États-Unis, les principaux émetteurs sont des spécialistes de la gestion de fonds (iShares, Vanguard...), en Europe, le marché est dominé par les banques d'investissement (Société Générale, Deutsche Bank, BNP Paribas...), qui peuvent trouver la contrepartie du *swap* en interne.

Ce montage présente des avantages pour les émetteurs, mais les régulateurs se posent la question des risques supplémentaires qu'il pourrait faire supporter aux investisseurs. Le *swap* permet d'assurer une réplique quasi parfaite de la performance de l'indice, même pour des indices constitués d'actions peu liquides ou difficilement négociables. Par contre, plus rien n'impose que les actifs gérés par le fonds correspondent aux titres constituant l'indice. Il peut être tentant, pour les banques d'investissement, d'utiliser les ETF de leurs filiales pour y placer les titres peu liquides qu'elles détiennent par ailleurs. En cas de défaut de la contrepartie du *swap*, les détenteurs du fonds pourraient se retrouver en possession d'un portefeuille d'actions n'ayant rien à voir avec l'indice répliqué. En réponse à cette controverse lancée par les émetteurs d'ETF dits « physiques », les émetteurs d'ETF dits « synthétiques » avanceront que les risques auxquels leurs concurrents exposent leurs investisseurs avec le recours au prêt de titres sont tout aussi élevés. Le fait de prêter des titres détenus en portefeuille permet une rémunération supplémentaire, mais il expose au risque de défaut de la contrepartie. En cas de prêt de titres, la contrepartie dépose une garantie, appelée collatéral, dont le prêteur prendra possession dans le cas où les titres ne lui seraient pas rendus. Comme pour les ETF synthétiques, en cas de défaut et de liquidation de l'ETF, le détenteur d'ETF risque de se retrouver détenteur d'un portefeuille n'ayant rien à voir avec les titres composant l'indice répliqué.

On peut envisager le marché des ETF comme une simple réponse fonctionnelle aux besoins des investisseurs et à la régulation en place. Cette nouvelle offre de gestion indiciaire passive de diversification de portefeuille est assurée d'une bonne performance de réplique du fait de son mécanisme propre de négociation, elle se pose en concurrente des actifs indiciaires non cotés existants. Cette vision conduit à considérer le marché sous l'angle des produits qui le composent et sous celui de la structure de négociation mise en place. La description fine de cette structure permet d'en faire émerger les avantages, mais aussi les risques. À l'origine investis dans les actions composant les indices qu'ils répliquent, les ETF ont progressivement été optimisés pour assurer une performance accrue, pour



Photo © Baptiste Fenouil/REA

« Alors qu'aux États-Unis, les principaux émetteurs sont des spécialistes de la gestion de fonds (iShares, Vanguard...), en Europe, le marché est dominé par les banques d'investissement (Société Générale, Deutsche Bank, BNP Paribas...) qui peuvent trouver la contrepartie du swap en interne. » Lancement officiel de la saison 2009 de l'iShares Cup Extreme 40 Sailing Series, mai 2009, Sèvres, France.

les investisseurs comme pour les émetteurs. Ces optimisations ont conduit à l'émergence du paradoxe suivant : s'ils répliquent bien la performance d'indices boursiers, certains ETF ne détiennent plus les actifs composant ces indices. Le risque de contrepartie associé à ces évolutions n'a été identifié que très tardivement par le régulateur, et ce, uniquement grâce à la compétition qui s'est instaurée sur le marché entre émetteurs d'ETF. Même si cela n'apparaît pas dans le point de vue de la finance, où les acteurs sont réduits aux titres qu'ils échangent, le marché des ETF est aussi un monde de relations dans lequel des individus appartenant à des sociétés et à des institutions différentes interagissent pour défendre leur vision du marché. Vu sous cet angle, le marché n'est plus seulement un ensemble de produits, il est aussi, et peut-être même surtout, une arène dans laquelle des acteurs luttent autour d'enjeux, tels que la définition du produit et de ses attributs, réels ou supposés, sa promotion et la négociation des règles de fonctionnement du marché.

Une autre description du marché des ETF : le point de vue de la sociologie

Les travaux sociologiques qui s'intéressent aux marchés financiers apportent un regard différent de celui de la finance. Plutôt que de se focaliser sur les variations de prix des différents actifs financiers, les sociologues s'intéressent aux faiseurs de prix. Ils étudient l'agir humain pour comprendre

ses résultats qui peuvent être : la construction de marchés financiers, leur transformation ou encore les variations des prix des actifs. Ainsi, Baker (1984) montre que la bonne communication dans les petits groupes de *traders* réduit la volatilité des prix sur le marché des options. Pour son étude, il a mobilisé la méthode sociologique d'analyse de réseaux pour rendre compte des interdépendances entre *traders*. MacKenzie et Millo (2003) ont, quant à eux, étudié le même marché des options en s'intéressant cette fois-ci à son émergence. Grâce à des entretiens approfondis avec des acteurs ayant participé à la fondation du marché des options de Chicago, ces deux auteurs ont pu décrire cette entreprise comme étant une action collective dans laquelle le contrôle social et les logiques de statut ont joué un rôle décisif. Ils expliquent également que la théorie de Black et Scholes (1973) n'a pu fournir les prix corrects des options qu'après avoir été adoptée par la communauté des *traders*.

L'arène sociale des ETF

Dans notre étude sociologique des ETF, nous nous sommes interrogés sur le processus social qui avait permis de doubler les actifs sous gestion des ETF, et ce même en pleine crise financière⁽⁴⁾. Nous avons commencé par défi-

(4) D'après le rapport annuel de BlackRock, ces actifs sont passés en Europe de 142 milliards de dollars en 2008 à 283 milliards de dollars en 2010.

nir les acteurs qui interviennent dans l'arène sociale des ETF en partant d'une recherche ethnographique. Celle-ci a porté sur une étude des articles de presse et des différents rapports publiés sur les ETF, tout en menant une première série d'entretiens pour comprendre ce que ces acteurs font, concrètement, sur le marché. La lecture des articles de presse et des brochures d'événements dédiés aux ETF fait apparaître l'intervention des mêmes personnes. Il s'agit de responsables *marketing* ou de vendeurs, chez les émetteurs d'ETF, qui ont intérêt au développement de leurs actifs sous gestion. Leur discours argumentatif essaie de connecter les caractéristiques des ETF avec les avantages que ceux-ci peuvent présenter pour les investisseurs. Ces premiers acteurs, qui ne sont pas cités par les recherches en finance, sont les *promoteurs* des ETF.

Ces promoteurs sont souvent interviewés par les mêmes journalistes financiers qui couvrent l'actualité du marché des ETF, cela pendant plusieurs années. Lorsqu'ils présentent les ETF, ces journalistes essaient de prendre l'avis de plusieurs émetteurs et permettent ainsi la diffusion du discours promotionnel sur ces produits. De leur côté, les organisateurs d'événements mettent en place des conférences ou des tables rondes, auxquelles lesdits promoteurs sont invités pour débattre de thématiques liées aux ETF. La deuxième catégorie d'acteurs, qui regroupe les journalistes et les organisateurs d'événements, est donc celle que nous appelons les « diffuseurs ».

L'arène sociale dans laquelle se déploie ce travail de légitimation des ETF est composée d'une troisième catégorie d'acteurs, les « méfiants ». Ce sont les personnes auxquelles est adressé le discours promotionnel. Ces acteurs ont besoin d'être convaincus de la pertinence de ces nouveaux produits financiers. Il s'agit principalement du régulateur, qui alerte les opérateurs financiers quant aux risques liés aux produits et se réserve le droit de sanctionner des comportements déviants. De leur côté, les investisseurs, touchés par la crise financière, sont plus méfiants à l'égard des arguments avancés par les commerciaux.

Une autolimitation de la concurrence

Les événements promotionnels portant sur les ETF sont des lieux privilégiés pour observer les interdépendances entre acteurs. Des conférences annuelles sont organisées par l'Edhec-Risk, le centre de recherche en finance de l'Edhec, une des grandes écoles de commerce françaises. Durant ces conférences, les organisateurs mettent en place des sessions portant sur des thématiques financières, comme la liquidité des ETF. Ces sessions réunissent des chercheurs en finance ainsi que des émetteurs concurrents, qui concentrent leurs discours sur leurs points communs plutôt que sur leurs désaccords. Dans leurs prises de parole ou dans les diapositives qu'ils utilisent, les quatre propriétés des ETF qui reviennent le plus souvent chez tous les responsables sont leur simplicité, leur transparence, leur liquidité et la modicité de leur coût.

Mais c'est surtout lors des pauses et des cocktails que les promoteurs rivaux se coordonnent. Ces pauses, qui durent souvent plus d'une heure, permettent aux acteurs

de se retrouver pour sympathiser et interagir. Le salon des invités offre également un cadre convivial où la proximité et l'ambiance, le plus souvent décontractée, permettent aux émetteurs de mettre leur rivalité entre parenthèses et d'échanger des informations. En plus de la conférence annuelle de l'Edhec-Risk, le magazine financier *Agefi*, la société de bourse Euronext et d'autres établissements financiers organisent également des événements autour des ETF. La fréquence de ces rencontres et la place accordée au *networking* favorisent la création d'une « communauté de marché » des ETF.

Lors des entretiens semi-directifs que nous avons effectués, il s'est avéré que le marché des ETF constitue une petite communauté se caractérisant par une forte interdépendance entre ses acteurs. Nous retrouvons dans leurs expressions la définition de ce « petit monde/milieu » et de cette « petite famille » où « les gens se connaissent ». Une forme d'autolimitation de la rivalité est observée dans le petit milieu des ETF, les émetteurs se considèrent concurrents, « mais on ne se tape pas dessus », alors que d'autres parlent même d'une « concurrence fraternelle ». Il s'agit plus particulièrement d'éviter des attaques frontales contre des concurrents, comme pour cette responsable *marketing* d'un émetteur qui estime qu'« en termes de discours, ça ne met jamais qui que ce soit en valeur que de critiquer ouvertement les produits de la concurrence. [...] Il y a le souhait de garder un discours positif (et non pas négatif) de la part des émetteurs par rapport à la concurrence ». La crainte des émetteurs concurrents est de voir une escalade des remises en cause de part et d'autre, d'aboutir à une perte de repères chez les investisseurs et à une délégitimation des ETF, risquant par là même d'inciter le régulateur à intervenir.

Les principaux émetteurs concurrents coopèrent dans des « niches sociales » (LAZEGA, 2001) pour mener à bien leur action collective de légitimation. Ils sont très actifs pour diffuser les informations dans la communauté et sont également sollicités par les autres acteurs. En constituant un front uni pour promouvoir les ETF, ces émetteurs réussissent à produire un discours positif. L'analyse des articles de presse publiés entre 2001 (date de l'introduction des ETF en France) et 2008 montre d'ailleurs une prédominance des thématiques mettant en évidence la simplicité, la transparence et les faibles coûts des ETF - sans qu'il soit fait mention des risques inhérents à la gestion indicielle de manière générale, ou aux ETF en particulier.

Un contrôle social exercé sur les journalistes

Pour comprendre la diffusion de ce discours uniquement positif sur les ETF, nous nous sommes intéressés aux relations d'échange d'informations entre 57 acteurs avec lesquels nous avons mené des entretiens. Ceux-ci travaillent pour des organisations de presse, des émetteurs d'ETF, des sociétés de bourse, des investisseurs, ou encore pour l'autorité de régulation.

L'objectif était de décrire la relation entre les promoteurs d'ETF et les journalistes diffuseurs d'informations, en situant celle-ci dans une structure d'échange d'informations

comprenant l'ensemble des acteurs de l'arène sociale. La cartographie du réseau d'échange d'informations représentée par la Figure 2 ci-dessous nous permet de visualiser la centralité des marketeurs qui travaillent pour les sociétés émettrices d'ETF, alors que les journalistes sont, quant à eux, périphériques. Ces derniers n'entretiennent pas beaucoup de relations avec les investisseurs, qui peuvent rendre compte de mauvaises expériences lors de leur utilisation des ETF. Nous nous apercevons également que les échanges se font beaucoup moins entre les catégories des *traders* ou des *brokers*, d'une part, et celle des journalistes, d'autre part. Les marketeurs représentent ainsi un passage obligé entre l'univers technique de la finance et les diffuseurs d'informations. Ils peuvent donc retraiter l'information technique pour produire un discours promotionnel destiné à vendre l'utilisation des ETF. Une responsable *marketing* en poste auprès d'une société de gestion déclare : « Je prends le discours d'expert de mes collègues et j'essaie de le simplifier pour le dire en langage normal ». Il s'agit donc de faire un tri dans les aspects techniques du produit pour faire de la « pédagogie » et de s'adapter à la cible en évitant d'utiliser des termes trop techniques, même s'ils sont peut-être plus exacts. Cela expliquerait donc la raison pour laquelle les aspects liés aux risques sont passés sous silence dans le discours produit sur les ETF.

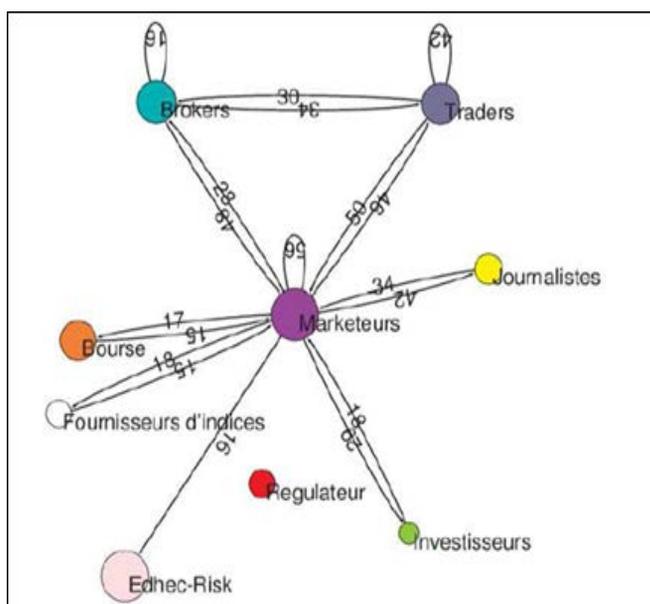


Figure 2 : Représentation simplifiée (5) du réseau d'échange d'informations entre les différents types d'acteurs.

Les marketeurs exercent également un contrôle social sur les journalistes, ce qui a un impact direct sur le contenu relayé par la presse. Les journalistes expliquent que les banques et leurs sociétés de gestion représentent leur

(5) Nous avons regroupé les 57 acteurs de notre milieu social selon leur catégorie. Les chiffres qui apparaissent sur les liens entre les catégories d'acteurs représentent l'intensité des échanges d'informations. L'existence de boucles chez certains groupes signifie que ces acteurs échangent aussi beaucoup d'informations avec des individus qui appartiennent à la même catégorie qu'eux.

principale source d'information. Ils se doivent donc de maintenir de bonnes relations avec les émetteurs au risque de se retrouver sans déclarations ni données pour étayer leurs articles. Cette situation implique la première forme de contrôle social, qui est celle de la dépendance vis-à-vis des émetteurs. La deuxième forme de contrôle social est le rappel à l'ordre adressé aux journalistes lorsqu'ils dévient de la connaissance positive sur les ETF. Certains responsables, chez les émetteurs, appellent les journalistes lorsqu'ils considèrent que ces derniers se sont trompés ou qu'ils ont porté atteinte à la réputation de leurs produits. Enfin, les émetteurs, pour s'assurer de la diffusion de leur discours, peuvent menacer la presse d'arrêter leur financement *via* la publicité. Ce contrôle social conduit même certains journalistes à intérioriser ces contraintes et à les intégrer comme des critères personnels dans la rédaction de leurs articles.

La controverse sur le mode de répliation

La limitation de la concurrence entre émetteurs permettait de contrôler la diffusion d'un discours promotionnel sur les ETF. Or, la faillite de la banque Lehman Brothers, au début de la crise financière, a placé le risque de faillite des banques sous les projecteurs. Un émetteur en a profité pour mettre en évidence le risque de contrepartie induit par la méthode de répliation utilisée par ses concurrents. La thématique du « risque de contrepartie » va cliver la communauté entre ceux qui utilisent la méthode de répliation physique et ceux qui ont recours à la répliation synthétique. Le discours homogène sur les ETF visant à promouvoir collectivement les qualités de ces produits commence à se fissurer. La polarisation de cette controverse conduit les institutions internationales à réagir. Durant le mois d'avril 2011, trois d'entre elles vont publier des rapports dans lesquels il est question des risques liés aux ETF (FSB, 2011 ; IMF, 2011 ; RAMASWAMY, 2011). Les journaux reprennent la thématique des « problèmes potentiels de stabilité du système financier provenant des ETF » et le régulateur européen lance une consultation en juillet 2011.

Discussion autour de la description des marchés

À quoi s'intéresse un chercheur en finance lorsqu'il observe un marché financier, et quel regard un sociologue porte-t-il sur ce même objet ? Les descriptions du marché des ETF illustrent bien les différences et les similitudes dans les regards portés, même lorsque les deux approches s'intéressent à la même question. Sur le mécanisme du fonctionnement du marché des ETF, le regard financier présentera la structure qui permet aux parts de circuler comme étant une réponse fonctionnelle à un problème existant, alors qu'il s'agira, dans une approche sociologique, de situer l'émergence de ce mécanisme comme une réponse à un problème de coordination. La controverse sur le type de répliation sera envisagée par le sociologue à travers des logiques d'acteurs, quand le financier va observer les

conséquences de l'adoption d'une technique donnée pour le prix ou les volumes échangés. Lorsqu'il s'agit de décrire « en finance », l'outil méthodologique privilégié est quantitatif, qu'il s'agisse de travaux théoriques (modélisation) ou de travaux empiriques (statistique), alors que l'usage d'outils statistiques ou d'analyses de réseaux, en sociologie, s'accompagne souvent d'une enquête ethnographique et d'une compréhension plus ou moins approfondie du sens que donnent les acteurs à leur action.

Dans la recherche en finance, la description telle qu'on l'entend dans les recherches qualitatives occupe une position périphérique. Il est toutefois faux de dire que la recherche académique en finance n'userait pas de la description. Un certain nombre de travaux qualitatifs en innovation financière, à l'instar de ceux de Black et Scholes (1974), ou plus récemment de ceux de Tufano (2003), produisent des descriptions des produits et des marchés dont ils cherchent à comprendre l'émergence ou l'échec. On peut même dire, dans le premier cas, que l'objet de recherche est justement la description :

"We will start by describing the theory on which the product ideas were based, and some of the empirical evidence that bears on the theory. Then we will describe the problems Wells Fargo Bank encountered in trying to develop and sell its product, and the prospects for current and future products based on these ideas." (BLACK et SCHOLES, 1974, p. 399) [« Nous décrivons tout d'abord la théorie sur la base de laquelle les concepts de produits ont été développés et certains des résultats empiriques qui confirment cette théorie. Puis nous décrivons les problèmes rencontrés par la banque Wells Fargo dans le développement et la vente de ses produits, ainsi que les perspectives pour les produits existants et futurs s'appuyant sur ces idées. »].

Il faut toutefois reconnaître que les travaux de ce type sont marginaux et qu'ils se sont retrouvés au cours du temps relégués hors des revues les plus en vue de la spécialité. Cette littérature a migré à la marge de la recherche en finance vers des revues ayant une dimension plus professionnelle, des chapitres d'ouvrages ou des récits de vie des praticiens. Elle est l'objet d'un certain mépris, la recherche académique privilégiant des travaux plus quantitatifs.

En outre, même les travaux quantitatifs reposent sur une dose de description, aussi sommaire qu'elle puisse sembler aux yeux du chercheur qualitatif. L'utilisation d'outils et de modèles mathématiques est devenue la norme en finance (EKELAND, 1997). Mais modéliser ou mener des études statistiques, c'est aussi décrire.

Dans le premier cas, il s'agit de construire une vision idéale du monde, une vision que l'on souhaite aussi proche que possible de la réalité (à même de reproduire les faits stylisés décrits par l'approche empirique) tout en restant résoluble. La modélisation est une représentation (simplifiée) de l'objet⁽⁶⁾ étudié qui repose sur sa description préalable.

(6) Cet objet est l'« ensemble des phénomènes que l'on se propose d'étudier, isolés plus ou moins arbitrairement dans une réalité beaucoup plus vaste et plus complexe » (EKELAND, 1997).

Dans le second cas, la description est celle des valeurs, que l'on cherche tout d'abord à rendre lisibles à travers l'agrégation et l'étude de leurs distributions, puis dont on cherche à expliquer la source et les relations à l'aide d'outils économétriques. La recherche en finance porte un regard sur les marchés financiers qui évacue les logiques d'acteurs, mais qui se saisit des multitudes d'indicateurs, de leurs corrélations et de leurs effets réciproques pour produire une représentation du marché. Lorsque le chercheur travaille à identifier les déterminants de la liquidité de marché des ETF (CALAMIA, DEVILLE et RIVA, 2013), il caractérise le marché par les différentes variables associées à cette dimension : la fourchette des prix, les volumes échangés, la volatilité des prix, la nature des ETF.

La description en finance porte tout d'abord sur l'utilité du produit financier. Les raisons de son succès (ou de son échec) sont inhérentes aux caractéristiques propres du produit et de celui de ses compétiteurs. La description est principalement fonctionnaliste. Tufano (2003) utilise les ETF dans le but d'illustrer les motivations de l'innovation dans le domaine de la finance. Il montre que si des taxonomies de l'innovation financière sont envisageables, elles manquent de pouvoir discriminant puisqu'une innovation tend à remplir des fonctions multiples. En outre, les innovations n'apparaissent pas comme étant le fruit d'une sorte de combustion spontanée, mais sont plutôt le fruit d'un processus s'inscrivant dans la durée, d'adaptions successives des caractéristiques de produits préexistants. Les véritables inventions sont rares et l'ETF est décrit comme s'inscrivant dans la continuité du fonds indiciaire classique tout en améliorant de nombreuses caractéristiques.

Les études sociologiques sur l'innovation financière décrivent aussi l'évolution historique qui conduit à l'avènement du produit. Des grilles de lecture comme celle du dispositif de marché sont mobilisées pour mettre en évidence l'importance des modifications de l'agencement socio-technique ou le rôle de l'action collective dans cette émergence. La structure duale du marché des ETF apporte une réponse technique au problème du détachement entre valeur comptable et valeur de marché des fonds indiciaires cotés. C'est aussi la pression d'Euronext et le recours au *lobbying* des émetteurs qui permettent de débloquer la situation avec le régulateur français. L'évolution n'est donc pas représentée comme une évolution darwinienne des produits, mais plutôt comme un processus politique et technique.

Il se peut toutefois, selon la strate à partir de laquelle on étudie le marché, que le chercheur en finance en arrive à la description des acteurs. Mais, là encore, il s'agit d'effectuer une description fonctionnelle. L'acteur est désincarné, il est réduit à sa fonction de teneur de marché, de gestionnaire de fonds, d'investisseur... Dans un travail théorique, l'acteur sera souvent réduit au strict minimum de ce qui est nécessaire à la modélisation : ses préférences, sa dotation initiale et les choix qu'il peut faire, qui peuvent éventuellement consister en des interactions avec d'autres acteurs. La confrontation avec la réalité n'est pas un prérequis de ce type d'analyse avec des acteurs dont les caractéris-

tiques doivent permettre une résolution aisée et mener à des résultats élégants.

On peut considérer que le regard sociologique porté sur les acteurs qui interviennent sur les marchés financiers est beaucoup plus riche. Le sociologue doit saisir la complexité des raisonnements, des modes d'action, des stratégies et des intentions des acteurs. Cette sociologie compréhensive cherche donc à rendre compte du sens que donnent les acteurs à leur action. L'enquête sociologique va néanmoins réduire la complexité des observations. Pour ce faire, elle peut avoir recours à la construction d'idéaux-types qui permettent de sélectionner certains traits et de les grossir afin de donner une plus grande profondeur à la description. Dans le cas des émetteurs d'ETF, nous avons focalisé la description de leurs actions sur les questions de coopération et de contrôle social. Bien évidemment, ce ne sont pas les seules actions qu'ils mènent : la coopération n'est qu'une manière de grossir les traits d'une forme d'autolimitation de la rivalité. De la même manière, on peut dire que le contrôle du discours des journalistes a aussi été remis en cause lorsque les institutions régulatrices ont produit des rapports critiques sur les ETF. Mais ce n'est qu'en exagérant les traits des mécanismes de coopération entre émetteurs concurrents et ceux du contrôle exercé sur les journalistes que l'on peut comprendre la controverse autour des ETF qui a éclaté entre leurs émetteurs et l'intervention du régulateur européen.

Conclusion

Nous avons présenté dans cet article deux tentatives de description du marché des ETF.

Si la description va de soi pour une étude sociologique consistant à se placer au cœur de l'analyse, il n'en va pas de même pour une recherche en finance.

Comme M. Jourdain qui faisait de la prose sans le savoir, le chercheur en finance en est venu à décrire, sans qu'il en ait réellement conscience ; il convient donc de le lui rappeler, voire de le lui expliquer. Les conséquences des choix faits dans la description, tant au niveau de l'objet décrit qu'au niveau de la méthode, sont en effet susceptibles d'orienter les résultats obtenus. On retrouve en finance le type de description en pelure d'oignon promue par Dumez (2010) : on s'attache d'abord à l'essentiel, dans une description minimale, puis on cherche à enrichir celle-ci tout en se limitant à ce qui est utile à la démonstration. Ce qui peut apparaître frustrant pour le chercheur qualitatif, c'est peut-être l'étroitesse du champ de la description. Si l'on reprend l'exemple des travaux portant sur les options et que l'on se réfère au travail séminal de Black et Scholes (1973), la description se limite à la définition du produit. Elle n'est même pas fonctionnaliste. En effet, la question de l'utilité du produit et de ses objectifs n'est pas posée : le produit existe et il convient de l'évaluer. Seuls comptent alors les flux financiers générés par le produit et l'énoncé des conditions (hypothèses) sous lesquelles le modèle est valide. La description est minimale, mais elle est efficace.

Qu'apporterait, dans ce cas, une description des acteurs, des utilisateurs, des mécanismes de négociation et des appels de marges ? Isoler le produit de son environnement et le réduire à sa plus simple expression permet de se placer dans un cadre aisément modélisable, quitte à l'enrichir ultérieurement.

A contrario, en sociologie, il convient de se rapprocher le plus possible des acteurs pour décrire le marché financier de l'intérieur. Parmi ces techniques, on peut citer l'entrée par le prisme d'une organisation importante, comme la salle de marché d'une grande banque d'investissement (BEUNZA et STARK, 2004 ; ABOLAFIA, 1996), la participation à des événements et à des conférences où se retrouvent les acteurs (OUBENAL, 2013) ou, tout simplement, le fait de mener des entretiens avec des acteurs emblématiques (MACKENZIE et MILLO, 2003). Dans la sociologie matérielle de l'arbitrage proposée par Beunza, Hardie et MacKenzie (2006), les objets eux-mêmes et leur rapport aux acteurs ont une importance cruciale. La description ne se réduit pas à ce que devraient être ou faire les acteurs ramenés à leurs caractéristiques fondamentales, mais bien plutôt à ce qui les conduit à faire ce qu'ils font. Or, on le sait bien, le comportement des personnes observées peut se voir modifié par la seule présence du chercheur en sciences sociales dans leur univers intime. Le sociologue est aussi confronté au risque de surdétermination de la « dimension sociale ». Lorsqu'il enquête sur les marchés financiers, il s'attache à l'étude des arènes auxquelles il a accès, comme les conférences où les acteurs construisent des relations sociales (OUBENAL, 2013). Et même lorsqu'il est immergé dans l'univers des *traders*, il accorde davantage d'attention aux interdépendances entre acteurs (BEUNZA et STARK, 2004) qu'aux aspects financiers en tant que tels.

Les descriptions de la finance en finance et en sociologie prennent leurs sources dans des problématiques différentes. Quand elles s'attachent aux mêmes objets d'étude, elles le font avec des points de vue pratiquement opposés entre eux. La description en finance se fait de l'extérieur et s'attache au visible, alors que le sociologue cherche à se placer au plus près de l'objet et des acteurs pour faire émerger l'invisible. En ce sens, on peut penser que ces deux approches s'enrichissent mutuellement. La richesse de leur collaboration réside dans la confrontation entre le regard distancié du financier, qui ne contamine pas son terrain d'étude, et l'observation du sociologue, au cœur du marché et de ses interactions. Les risques additionnels provenant des évolutions de la structure de négociation des ETF sont de nature financière. Leur description ne nécessite pas de regard sociologique, mais se priver de ce type de regard conduit à ignorer les processus de contrôle à l'œuvre sans lesquels le marché n'aurait pu se développer comme il l'a fait. Mais la compréhension de ces processus de contrôle nécessite une description préalable du marché d'un point de vue financier. À ce titre, les deux visions sont ici individuellement insuffisantes, et ce n'est que de leur complémentarité que la compréhension peut émerger.

BIBLIOGRAPHIE

- ABOLAFIA (M.), *Making markets: Opportunism and restraint on Wall Street*, Cambridge, Harvard University Press, 1996.
- BAKER (W.), "The social structure of a national securities market", *American Journal of Sociology*, vol. 89, n°4, pp. 775-811, 1984.
- BEUNZA (D.), HARDIE (I) & MACKENZIE (D.), "A price is a social thing: Towards a material sociology of arbitrage", *Organization Studies*, vol. 27, n°5, pp. 721-745, 2006.
- BEUNZA (D.) & STARK (D), "Tools of the trade: the socio-technology of arbitrage in a Wall Street trading room", *Industrial and Corporate Change*, vol. 13, n°2, pp. 369-400, 2004.
- BLACK (F.) & SCHOLES (M.), "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, vol. 81, pp. 637-654, 1973.
- BLACK (F.) & SCHOLES (M.), "From theory to a new financial product", *Journal of Finance*, vol. 29, n°2, pp. 399-412, 1974.
- CALAMIA (A.), DEVILLE (L.) & RIVA (F.), "Liquidity in European equity ETFs: What really matters?", *Bankers, Markets & Investors*, n°124, pp. 60-73, 2013.
- DEVILLE (L.), « Les ETFs », *Banque & Marchés*, n°86, pp. 48-58, 2007.
- DEVILLE (L.), "Exchange Traded Funds: History, trading and research", in ZOPOUNIDIS (C.), DOUMPOS (M.) & PARDALOS (P.) (Eds), *Handbook of Financial Engineering*, New York, Springer, pp. 67-98, 2008.
- DUMEZ (H.), « La description : point aveugle de la recherche qualitative », *Le Libellio d'Aegis*, vol. 6, n°2, pp. 28-43, 2010.
- EKELAND (I.), « Finance et modélisation », in SIMON (Y.) (ed.), *Encyclopédie des marchés financiers*, Paris, Economica, pp. 485-500, 1997.
- FSB (2011), *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange Traded Funds (ETFs)*, Financial Stability Board publications.
- FUNG (W.), HSIEH (D.), NAIK (N.) & RAMADORAI (T.), "Hedge Funds: Performance, risk, and capital formation", *Journal of Finance*, vol. 63, n°4, pp. 1777-1803, 2008.
- GUEDJ (I.) & HUANG (J. C.), *Are ETFs replacing index mutual funds?*, Working paper, University of Texas, 2009.
- IMF, "Annex 1.7. Exchange-traded funds: Mechanics and risks", in *Global financial stability report*, Washington DC, International Monetary Fund publications, pp. 69-73, 2011.
- LAZEGA (E.), *The collegial phenomenon, The social mechanisms of cooperation among peers in a corporate law firm*, Oxford, Oxford University Press, 2001.
- MACKENZIE (D.), *An engine, not a camera: How financial models shape the markets*, Cambridge, MIT Press, 2006.
- MACKENZIE (D.) & MILLO (Y.), "Constructing a market, performing theory. The historical sociology of a financial derivatives exchange", *American Journal of Sociology*, vol. 109, n°1, pp. 107-145, 2003.
- MARKOWITZ (H. M.), "Portfolio selection", *Journal of Finance*, vol. 7, n°1, pp. 77-91, 1952.
- OUBENAL (M.), *Le processus social de légitimation des produits financiers : le cas des Exchange Traded Funds (ETF) en France*, Paris, Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine, 2013 (à paraître aux Éditions Management et Société – EMS).
- RAMASWAMY (S.), "Market structures and systemic risks of Exchange Traded Funds", *Bank for International Settlements Working Papers*, 2011.
- STARK (D.), *The Sense of dissonance. Accounts of worth in economic life*, Princeton, Princeton University Press, 2009.
- TUFANO (P.), "Financial innovation", in CONSTANTINIDES (G.), HARRIS (M.) & STULZ (R.) (eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Volume 1a: Corporate Finance), Amsterdam, Elsevier/North-Holland, pp. 307-336, 2003.