

La dimension sociale de l'économie : la GRH dans les sociétés de gestion de portefeuille

Alain Klarsfeld¹

CREER - Centre de Recherche Européenne sur l'Emploi et les Ressources Humaines

GROUPE ESC TOULOUSE

20 bd Lascrosses - BP 7010

31068 TOULOUSE CEDEX 7

Tél : 05 61 29 48 94

Mail : a.klarsfeld@esc-toulouse.fr

Résumé de la communication :

Le propos de la présente communication est de susciter une discussion et d'ouvrir un programme de recherche visant à décrire et à comprendre la gestion des ressources humaines ; concrètement, les processus de décision, d'évaluation, de rémunération et de sanction, des gérants de portefeuille. En effet, les travaux de finance de marché font le postulat que les gérants de portefeuille prennent des décisions à la façon d'un agent opérant avec pour seules contraintes ses préférences, et que leur rémunération est fonction de leur performance. La vision d'un gérant de portefeuille libre et disposant de toute l'information disponible, évalué et rémunéré en fonction de sa performance, évoluant en dehors de toutes contraintes organisationnelles, doit faire l'objet d'un examen critique à l'aide de théories et de méthodes de recherche propres à la gestion des ressources humaines. Plusieurs axes de recherche peuvent être envisagés à partir de cette communication. Tout d'abord, décrire la diversité des pratiques de GRH dans les sociétés de gestion de portefeuille de façon exhaustive ; puis, des modèles théoriques en finance pourraient tenter de prendre en compte de manière plus systématique et plus fine la GRH des gérants de portefeuille. D'autres recherches pourraient prendre les variables « GRH » des gérants de portefeuille non plus comme variables explicatives, mais comme variables à expliquer. Notre contribution plaide en effet pour la réalisation de recherches comparées Europe continentale /pays Anglo-Saxons, soulignant ainsi la pertinence d'une approche institutionnelle ou culturelle. Finalement, les futures recherches devraient prendre en compte un effet « taille » sur les pratiques de gestion des ressources humaines des gérants de portefeuille.

¹ L'auteur remercie les évaluateurs pour leurs commentaires précieux sur la version initiale. Il reste seul responsable des défauts de ce texte.

Introduction

Le propos de la présente communication est de susciter une discussion et d'ouvrir un programme de recherche visant à décrire et à comprendre les processus de décision, d'évaluation, de rémunération et de sanction, des gérants de portefeuille. Cette communication s'inscrit dans le cadre d'un programme de recherche interdisciplinaire GRH-finance. Nous partons de la proposition suivante : les marchés financiers, n'en déplaisent aux tenants de l'économie institutionnelle qui oppose organisation et marché (Williamson, 1985), sont le produit d'une activité réalisée par des individus agissant au sein d'organisations. Ils se situent ainsi au carrefour de l'économie et du social. C'est bien peu de dire que le marché est organisé parce qu'il y faut des règles: le marché est construit par des organisations et ne fonctionne que grâce aux organisations qui y opèrent. Dit autrement, la performance économique des institutions financières résulte d'organisations sociales. Dans le cas des marchés financiers, la performance sociale n'a pas seulement des *conséquences* sur la performance économique, elle lui est consubstantielle. Or, les travaux de finance de marché font le postulat que les gérants de portefeuille prennent des décisions à la façon d'un agent opérant avec pour seules contraintes ses préférences, et que leur rémunération est fonction de leur performance. La vision d'un gérant de portefeuille libre et disposant de toute l'information disponible, évalué et rémunéré en fonction de sa performance, évoluant en dehors de toutes contraintes organisationnelles, doit faire l'objet d'un examen critique à l'aide de théories et de méthodes de recherche propres à la gestion des ressources humaines. Notre objectif est de susciter une discussion sur l'apport des théories et méthodologies couramment utilisées en gestion des ressources humaines pour l'étude du fonctionnement des marchés financiers, en nous appuyant sur une revue de littérature et des entretiens d'experts. En aucun cas nous ne prétendons apporter des « résultats » définitifs.

La place de la gestion des ressources humaines dans les travaux de finance de marché

Les travaux de finance de marché sont des recherches hypothético-déductives consistant à tester des modèles économétriques par rapport à un ensemble d'hypothèses pré-définies. On se situe ici dans une recherche de type vérificationniste. On ne trouve aucun travail de nature

qualitative sur la façon dont les gérants de portefeuille travaillent et prennent leurs décisions, dont ils sont évalués, rémunérés et sanctionnés comme la recherche en gestion des ressources humaines a pu en produire sur les conseillers clientèles. Une autre limite tient au postulat émaillant l'ensemble des recherches qui s'intéressent spécifiquement aux gestionnaires de portefeuille. Les travaux de recherche reposent sur le postulat de l'individualisme méthodologique, autrement dit ils postulent un gestionnaire de portefeuille décideur possédant toute l'information pertinente et bénéficiant d'une liberté d'action totale.

Dans les travaux s'intéressant aux modes de décision, d'évaluation ou de rémunération des gérants de portefeuille communs de placement, une approche théorique est sinon explicitement, du moins implicitement utilisée : celle de la théorie de l'agence, théorie fondée sur le postulat de l'individualisme méthodologique. Selon cette théorie (Jensen et Meckling, 1978), dans les situations d'asymétries d'information, le mandant (ou employeur selon le cas) ne peut contrôler l'activité de son mandataire (« agent » ou salarié selon le cas), et a donc intérêt à se prémunir contre les comportements opportunistes par le biais de politiques d'incitations positives (rémunération) et négatives (licenciement) alignant l'intérêt du mandataire sur celui du mandant en matière de résultats obtenus et non d'activité. En d'autres termes, cette théorie conduit à considérer que c'est par des incitations directement liées à son résultat en termes de performance que le mandant cherche à prescrire et à évaluer l'activité du mandataire, précisément parce que le processus conduisant à ce résultat est trop difficile à contrôler. Or, ce postulat est rien moins que sûr : aucune activité ne doit être considérée a priori comme impossible à contrôler ou à prescrire, le fait de contrôler ou non, de prescrire ou non étant un choix d'entreprise (Walton, 1985 ; Coutrot, 1996a). Par ailleurs, la place croissante des technologies de l'information invite à revisiter la traditionnelle opposition entre autonomie et contrôle, et peut rendre possible la conciliation d'une certaine autonomie décisionnelle avec une forme de contrôle de l'activité, notamment dans les banques (Lallé, 1999).

Du fait de la dominance de la théorie de l'agence comme théorie, simultanément de l'incitation et du travail des gérants de portefeuille, la place des contraintes de gestion pesant sur les gérants n'occupe qu'une place mineure dans la littérature en finance de marché. Dans un article dédié explicitement aux contraintes de la gestion de portefeuille, nous pouvons en particulier lire que « en pratique, les gérants actifs [c'est-à-dire, ne répliquant pas un indice] sont souvent assujettis à des contraintes qui les amènent à dévier d'un portefeuille [qui serait

optimal] en l'absence de telles contraintes » (Clarke, da Silva, Thorley, 2002, traduction libre). Cette recherche témoigne la pertinence du thème des contraintes pesant sur les décisions dans les sociétés de gestion de portefeuille. Pourtant, l'article en question passe directement à l'étape de modélisation mathématique en identifiant *ex-nihilo* un certain nombre de catégories de contraintes. La première contrainte listée est celle de l'interdiction de vente à découvert, consistant à vendre à un horizon donné des titres que la société ne possède pas encore. Cette contrainte différencie notamment les hedge funds des mutual funds aux Etats-Unis, ces derniers seulement y étant assujettis. Elle caractérise la plupart des sociétés de gestion en Europe, qui n'ont pas la possibilité légale de fonctionner comme des « hedge funds ». La seconde est celle du style de gestion, un fonds pouvant être contraint par ses statuts à adopter le même style de gestion que l'index ou panier de valeurs mobilières lui servant de référence (en termes Anglo-Saxons, son « benchmark »). Les deux styles répertoriés sont le style « valeur » (« value ») et le style « croissance » (« growth »). Une troisième contrainte consiste à associer les deux contraintes précédentes, à savoir, ni vente à découvert, ni écart par rapport au style du benchmark. La quatrième contrainte identifiée consiste à imposer un plafond à la rotation du portefeuille, afin de limiter les frais de courtage associés à un turnover élevé. Enfin, le dernier modèle de contraintes proposé associe interdiction de vente à découvert, reproduction du style de gestion du benchmark, limitation de la rotation du portefeuille et obligation de détenir un portefeuille ayant le même rendement que le benchmark de référence. Cet article montre par conséquent la pertinence du thème des contraintes de gestion dans les sociétés de gestion de portefeuille. Toutefois, aucune source d'évidence empirique n'est donnée quant à l'origine de cette typologie de contraintes. Le lecteur est censé manifester tacitement son accord avec les auteurs, que les contraintes de gestion sont telles que les auteurs les décrivent. La préoccupation de l'article est la modélisation mathématique et le résultat des simulations découlant des modèles formulés.

De fait, le métier de gestionnaire d'actifs est implicitement appréhendé dans cette littérature comme un métier « noble », héritier des « professions » (au sens anglo-saxon du terme de profession libérale jouissant d'une grande autonomie), en l'occurrence, celle de « broker », c'est-à-dire d'agent de change. Si standardisation il y a (pour reprendre la typologie de configurations de Mintzberg, 1989), c'est celle des résultats et non celle des procédés, comme on peut la trouver dans les métiers de back office ou en agence dans la banque de réseau. Or, ce postulat est rien moins que contestable.

En résumé, les travaux en finance abordent des thèmes relevant de la gestion des ressources humaines des gérants de portefeuille (prise de décision, évaluation, rémunération, licenciements, notamment), mais ils le font sous l'angle d'approches exclusivement hypothético-déductives, fondées sur le postulat de rationalité tel que celui-ci trouve à s'exprimer dans la théorie de l'agence. Dans cette littérature, l'évaluation des gérants, leur rémunération et leur licenciement sont envisagés seulement dans leur lien à la performance. Les gérants de portefeuille apparaissent comme des professionnels complètement autonomes, responsables de leurs seuls résultats financiers (en valeur absolue ou relative à un « benchmark ») sur lesquels ils sont jugés et en fonction desquels ils sont rémunérés ou sanctionnés. Il n'y a pas de recherche empirique qualitative qui nous parle des processus réels de décision, d'évaluation, de rémunération et de sanction des gérants de portefeuille tels que la littérature en gestion des ressources humaines et en sciences des organisations a pu en produire pour d'autres populations de salariés. La littérature de gestion des ressources humaines et des entretiens conduits auprès d'experts permettent de remettre en cause ces postulats parfois implicites véhiculés par la littérature de recherche en finance de marché traditionnelle et de proposer des questions de recherche pertinentes.

La gestion des ressources humaines des gérants de portefeuille : arguments théoriques et empiriques à l'encontre de la théorie de l'agence

Nous apportons des arguments théoriques et empiriques dans l'objectif de proposer une autre représentation de la prise de décision et des processus d'évaluation, de rémunération et de licenciement des gérants de portefeuille. La littérature en gestion des ressources humaines, mais également plusieurs entretiens d'experts conduits avec des professionnels de la finance, présentent en effet les problématiques de GRH comme sensiblement plus complexes que comme résultant de l'application de la théorie de l'agence. Les experts interrogés sont trois gérants de portefeuille, un CIO (chief investment officer), et un économiste senior.

Concernant l'autonomie décisionnelle, la recherche en GRH oppose depuis les écrits fondateurs de Taylor et l'école des relations humaines, deux paradigmes : celui de l'autonomie et celui du contrôle, repris plus récemment par Walton (1985) ou encore Mintzberg (standardisation des procédés, versus standardisation des résultats). En résumé, nous faisons la proposition suivante : un grand nombre de travaux portant sur la gestion des

ressources humaines oppose explicitement ou implicitement deux grands modèles théoriques de GRH : les modèles du contrôle, hérité du taylorisme ; et de l'autonomie, hérité de l'Ecole des Relations Humaines. Ces deux modèles peuvent être résumés comme suit, s'agissant de processus de décision, d'évaluation, de rémunération et de licenciement :

Modèle « Contrôle »	Modèle « Autonomie »
Processus de décision encadré par des modes opératoires précis	Processus de décision libre, seul un objectif de résultats est éventuellement assigné
Evaluation fondée sur le respect de normes opératoires et comportementales	Evaluation fondée sur les résultats quantitatifs obtenus
Rémunération fonction du respect de normes comportementales et opératoires	Rémunération fondée sur les résultats quantitatifs obtenus
Licenciement fondé sur le non respect de normes comportementales et opératoires	Licenciement fondé sur le non respect d'objectifs de résultats

Ces recherches présentent une controverse autour du passage de l'un à l'autre, et sur les effets, en termes de performance, de l'adoption de l'un ou de l'autre. Ils ne se sont pas à ce jour intéressés aux gérants de portefeuille, mais l'opposition contrôle/autonomie est féconde en finance dans la mesure où la recherche de cette discipline postule implicitement la prééminence d'un modèle « autonome ». La recherche en gestion des ressources humaines nous invite pourtant à porter la plus grande attention à la diversité des pratiques possibles.

Processus de décision des gérants de portefeuille

La prise de décision peut être encadrée ou pas. A un extrême (pôle contrôle), il n'y a pas de décision, le salarié exécute strictement des consignes. A l'autre, il n'y pas de prescription, seul le résultat est pris en compte. Au-delà des arguments théoriques portés par la littérature, les entretiens que nous avons conduits avec des experts nous apportent des éléments empiriques montrant que les décisions d'investissement peuvent être plus ou moins contraintes en fonction des sociétés de gestion, et selon des contraintes non identifiées dans la littérature sur les contraintes de décisions. Le gérant individuel peut être amené à devoir consulter, dans

un ordre précis, des prescripteurs internes 'experts' et n'a ensuite que peu de marge pour se démarquer d'une prise de décision consensuelle par rapport à ces derniers.

« Le [processus de décision] top down, il part du très général et il descend vers le très spécifique, c'est de dire, on fait intervenir beaucoup de gens dans le processus de décision, [d'abord] les économistes, quelle va être la croissance l'année prochaine dans telle zone géographique ; après t'as les stratégestes qui à partir de ce que te disent les économistes (...), te disent on est dans tel scénario de reprise ou de crise, etc., on privilégie d'abord (...) le marché américain au détriment du marché japonais ou les valeurs cycliques au détriment des valeurs (...) le stratégeste te dit quel sous-compartiment tu dois privilégier (...) statistiquement c'est tel type d'actions qui performe bien dans ce type de marché ; après tu as les analystes qui te disent alors moi dans mon secteur je sens de très nets mouvements de reprise et au sein de ce secteur (...) moi je recommande 1. d'être ou pas dans le secteur (...) de combien il faut être investi dans le secteur, 2., et au sein de ce secteur, il faut avoir telle et telle valeur (...) ; et le gérant qui est la dernière pièce du puzzle, il dit, bon j'ai écouté tous ces avis (...), il construit son portefeuille en mélangeant tous ces avis. (...) Il n'y a plus un gérant mais tu as une équipe qui prend des décisions entre guillemet collectives. » (entretien gérant de portefeuille société 1)

Dans une autre société, il doit y avoir recouvrement à 70% entre un portefeuille réel et un portefeuille « modèle » résultant de l'application de règles mathématiques, les gérants de portefeuille étant néanmoins libres de totaliser 30 points d'écarts avec ledit portefeuille. Les gérants travaillent en petites équipes de deux ou trois. Chaque équipe a en charge un ou plusieurs fonds. Elle définit pour son fonds un portefeuille « modèle » résultant des recommandations des analystes et de l'application de règles systématiques.

« Exemple de règle : « toutes les sociétés bien notées par les analystes au-delà d'un certain seuil devront figurer dans le portefeuille avec au minimum la pondération qu'elle a dans le marché » () « toutes les sociétés mal notées en dessous d'un certain seuil () sont absentes du portefeuille, ou bien si c'est un très gros poids de la cote, on la sous-pondère fortement » (entretien CIO société 4)

Dans la société 2, celle où le gérant est le plus libre, il doit suivre un style d'investissement « value », c'est-à-dire rechercher des sociétés faiblement valorisées par rapport à leurs

concurrentes, les analyser, prendre la décision d'investir, sans autre contrainte que celle d'informer, *ex-post*, son supérieur et ses collègues. Il n'y a pas de contraintes à prendre en compte *a priori* ; mais une contrainte de communication *a posteriori*. Dans cette société, le gérant de portefeuille est le plus proche du modèle « autonome » évoqué ci-dessus.

« Après on travaille avec une équipe restreinte de professionnels responsables, ça c'est quelque chose qui nous tient à cœur. Ça aussi c'est différent par rapport à [nos concurrents] c'est que le profil d'investissement favorise l'autonomie du gérant de portefeuille. On n'est pas une équipe dont l'esprit d'initiative est totalement cloisonné, dont les règles sont totalement strictes. On est sur une communication interne qui est organisée, qui est relativement simple. On discute entre nous. Mais chacun est autonome et décisionnaire, ça, c'est important. (...) On photocopie chacun nos transactions aux autres gérants de l'équipe. Ça permet d'améliorer la communication puisque la personne se dit, tiens aujourd'hui tu as acheté ACCOR, pourquoi ? Celui qui l'a acheté va expliquer (...) Et tout le monde n'a pas à avoir le même timing. Par exemple, on va avoir tous de la distribution actuellement dans nos portefeuilles parce que ça se vend pas cher. C'est pas parce que un va en vendre que les autres doivent en vendre. On en discute, ça fait réfléchir. Donc chacun est autonome dans la façon dont il gère. » (entretien gérant de portefeuille, société 2).

En résumé, il apparaît que selon la société dans laquelle il travaille, le gérant de portefeuille n'est pas libre, il doit suivre un processus de décision qui encadre, à des degrés divers, la prise de décision, jusqu'à le dissuader de prendre des positions qui serait contraire au consensus existant dans son institution (société 1), ou trop éloignée d'un portefeuille modèle (société 4), tandis que la société 2 demande à ses gérants de portefeuille à adopter un style « value » qui lui laisse cependant une grande autonomie.

Evaluation des gérants de portefeuille

La littérature en gestion des ressources humaines et en sociologie nous éclaire sur la diversité des modalités d'évaluation du personnel. Dessler (1997), ou encore Dolan et al. (2002), proposent trois grands types de critères d'évaluation au-delà de la performance dans la tâche : les traits ou caractéristiques individuelles, les comportements et les compétences. L'évaluation peut être plus ou moins formalisée, comme le proposent, en France, Aubret et al.

(1993). Elle va se situer sur un continuum entre un pôle « naturaliste » ou informel où l'évaluateur recueille les données avec un minimum de catégories et réagit à partir de celles-ci en fonction de ce qui paraît important, d'une part ; un pôle « formaliste », où les jugements formulés par l'évaluateur sont explicites et reposent sur des critères préétablis et connus. Au vu de travaux portant sur la question, nous avons établi des degrés dans la formalisation, celle-ci pouvant être plus ou moins poussée. Dans sa version la plus simple, des critères sont définis par des mots clés, tels que « sens des relations », « technicité », l'évaluateur ou les évaluateurs se contentant de « noter » le salarié sur les compétences ainsi définies (Dessler, 1997). Ce système est proche, dans son esprit, des pratiques traditionnelles de notation, la note étant ici décomposée sur les critères qui peuvent être des tâches, des comportements, des traits ou des compétences prédéterminés. L'approche reste cependant globale et intuitive. Les chercheurs-consultants américains à la suite de McClelland (1973) et Spencer et Spencer (1993) ont cherché à formaliser davantage ces pratiques, potentiellement discriminatoires, et leurs travaux ont donné lieu à la création d'échelles comportementales (behaviorally anchored rating scales), substituant, pour chaque critère, des définitions aux notes chiffrées. Enfin, le courant français de la pédagogie par objectifs, travaillant dans l'optique de refonte de diplômes, et donc de recherche d'objectivité et de standardisation en vue d'épreuves d'examens, favorise une formalisation encore accrue en traduisant les critères même rigoureusement explicités en objectifs mesurables par des indicateurs quantitatifs de performance (Ropé, 1994). Cette littérature fait ressortir la multiplicité des modes d'évaluation possibles. L'évaluation peut être quantitative ou qualitative. Elle peut être formalisée ou pas. Dans l'ensemble, ces auteurs nous invitent à nous méfier de l'illusion selon laquelle les méthodes d'évaluation seraient des méthodes « objectives » indépendantes du contexte de leur utilisation (Aubret et al., 1993). Elles sont des constructions sociales, pouvant laisser à ceux qui les utilisent d'importantes marges d'interprétation, voire de négociation. Cette négociation porte tant sur l'élaboration des règles elles-mêmes que sur leur mise en œuvre (Reynaud, 1997). Il n'y a pas de critères « nécessaires » dans un environnement donné.

Des entretiens d'experts conduits, il ressort que la multiplicité des façons d'évaluer les ressources humaines se retrouve concernant les gérants de portefeuille. Celle-ci peut bien sûr faire appel, comme le suggère la littérature en finance, sur des critères quantitatifs financiers. La performance quantitative d'un gérant de portefeuille peut être définie par une ou plusieurs des variables suivantes : une performance en valeur absolue, une performance relative à un indice de référence, une performance mesurée par l'exposition au risque, la performance par

rapport à la concurrence telle que mesurée par des classements, et la performance de «commercialisation», en termes de flux net d'entrée dans le fonds. Il importe de souligner que même appréhendée quantitativement et de façon strictement « financière », la notion de « performance » revêt les formes les plus variées. Dans la société 2 par exemple, c'est la performance financière par rapport à l'indice de référence et par rapport à la concurrence qui est mise en avant. Celle-ci est si évidente et facilement accessible qu'elle dispense de mettre en place une procédure d'évaluation. Dans la société 4, est également prise en compte la performance absolue et la performance par rapport à la concurrence. Dans la société 1, c'est l'exposition au risque qui est mise en avant à côté de la performance.

« Pour nous il n'y a pas grand chose de formalisé là-dessus. Sur l'évaluation en tant que telle, c'est relativement simple, on a des produits, on a des indices de référence, on voit tout de suite si c'est bien ou si c'est pas bien. Il y pas à tortiller, ça se voit assez simplement sur les augmentations d'actifs et puis sur les performances par rapport à la concurrence et par rapport à nos indices de référence. Donc l'évaluation, c'est vite vu quand même. (...) Ca se voit vite parce que les cours de bourse sont cotés toutes les secondes. Donc s'il y a un truc qui va mal, on voit vite si ça n'a pas marché. » (Entretien gérant de portefeuille, société 2).

« L'évaluation de la performance du gérant de portefeuille a deux composantes principales : l'un, la performance vis-à-vis de l'objectif qui peut être un benchmark ou bien un autre objectif de gestion fixé par le client, et en deuxième lieu, la performance vis-à-vis de la concurrence. » (Entretien CIO, société 4).

« Chez (société 1) on me parle jamais de la perf. La perf n'arrive pas tout de suite, il faut aller chercher sur ton écran le matin et c'est très différent. Tu vas la chercher tu la trouves, mais il faut que tu prennes la décision toi-même d'aller voir la perf.(...) La perf c'était pas mal mais c'était pas l'objectif numéro un. L'objectif numéro un c'était la maîtrise du risque. » (entretien gérant de portefeuille, société 1)

Comme le suggère par ailleurs la littérature de gestion des ressources humaines sur l'évaluation, nos entretiens d'experts apportent des éléments empiriques montrant que l'évaluation des gérants de portefeuille peut effectivement se faire sur des critères extra-financiers. La performance du fonds – quelle que soit la façon de la mesurer – n'est qu'une des dimensions de cette évaluation. En d'autres termes, obtenir une performance

« financière » élevée n'est pas le seul élément pris en compte pour l'évaluation des gérants de portefeuille. Ceci est vrai des quatre sociétés dans lesquelles travaillent les experts interrogés : d'autres dimensions moins faciles à objectiver et à quantifier interviennent, fondées sur des comportements tels que coopération, échange d'information, management, suggestions d'amélioration des processus de gestion. L'évaluation de ces comportements est du ressort de la hiérarchie du gérant où elle dispose d'une latitude discrétionnaire importante. Nous mettons ainsi en évidence un point aveugle dans la plupart des recherches en finance, qui envisagent l'évaluation des gérants de portefeuille sous l'angle de critères exclusivement financiers.

« On a chacun des pôles d'expertise. Exemple, pour un gérant, ça peut être le marché américain, la gestion sectorielle sur les matières premières ou la santé, donc comment tu communique ton expertise aux autres gérants. Ça fait partie de ton boulot. Ton devoir en tant que gérant c'est un, de gérer des fonds, deux, de battre des indices, et un des autres pôles de ton boulot c'est de communiquer l'information aux gérants qui pourraient en avoir besoin. C'est difficilement quantifiable. » (entretien gérant de portefeuille, société 1)

« [L'évaluation inclut] la disponibilité aux rendez vous avec des clients pour « vendre » le fonds, critère difficilement mesurable mais ça se voit ; la contribution de la personne au travail de l'équipe : la personne travaille-t-elle dans son coin ? Donne-t-elle ses idées ? S'implique-t-elle dans son équipe ? Là encore ça ne se mesure pas mais ça se voit ; enfin, le tri de l'information utile, c'est quelque chose de très subjectif. » (entretien gérant de portefeuille, société 2).

« il y a tout l'aspect management, c'est-à-dire encadrement des gens. Et puis en dernier lieu, il y a tout ce qui est développement de nos outils de gestion, enfin, tout le processus interne de gestion, l'apport d'idées. » (entretien CIO, société 4).

Ainsi, bien loin de se faire sur des critères financiers traditionnellement évoqués dans la finance de marché (surperformance par rapport à un objectif ou benchmark, risque, flux entrants), et comme le suggèrent de larges pans de la littérature en gestion des ressources humaines, l'évaluation des gérants de portefeuille peut prendre en compte des éléments qualitatifs comportementaux tels que l'apport d'idées, la disponibilité, la coopération.

Rémunération et licenciement des gérants de portefeuille

Les entreprises disposent d'une gamme d'instruments de rémunération fondés sur d'autres fondements que la performance individuelle quantitative (Donnadieu, 1991) : rémunération de la performance collective (intéressement, participation, gain sharing, profit sharing), rémunération fonction du poste occupé (indépendamment de la performance atteinte), rémunération de l'ancienneté (primes d'ancienneté, avancement à l'ancienneté), rémunération fonction du « mérite », celui-ci résultant non seulement de facteurs de performance quantitatifs ou qualitatifs (à supposer que de telles variables puissent être identifiées) mais également de l'appréciation subjective du supérieur hiérarchique (Roussel, 2000), cette dernière pouvant reposer sur des éléments implicites. Les règles de rémunération sont elles-mêmes l'objet de négociation individuelles et collectives permanentes, et si elles apparaissent « données » et stables en courte période, sont en constante évolution dès lors qu'elles sont examinées sur des périodes de plusieurs années (Reynaud, 1997). Dès lors, il n'y a aucune raison qu'à un moment donné, les seuls critères de performance financière quantitative soient retenus pour déterminer la rémunération, fût-ce celle de gérants de portefeuille. Les enquêtes empiriques portant sur la question montrent d'ailleurs que l'existence d'un lien direct entre évaluation des performances et rémunération est une pratique minoritaire. Selon les enquêtes, le lien entre évaluation des performances et rémunération concerne entre 20 et 50% des salariés. En 1994, 36% des entreprises de plus de 50 salariés disposaient d'un système formalisé d'appréciation des performances pour tout ou partie de leur main d'œuvre. Dans une autre enquête plus récente, du même Ministère, cette proportion serait, en 1998, supérieure à 50% (Brizard, 2000). Mais seuls 22,4% des établissements français pratiquent des primes liées aux performances individuelles (Colin et Ponthieux, 1996). Parmi les cadres, seuls 47% connaissent un processus d'individualisation salariale qui comporte une procédure d'appréciation des connaissances, résultats ou mérite (OSCAR, 1996). Dans les autres cas, soit il n'y a pas d'individualisation, soit celle-ci se fait sur une base informelle. Inversement, parmi les établissements qui pratiquent l'individualisation des salaires, seuls deux tiers utilisent des critères explicites (Coutrot, 1996b). Autrement dit, dans un établissement sur trois qui individualise les salaires, la part individuelle est attribuée de façon « opaque » en fonction de mérite, comme le stipule Roussel (2000). Évaluer les performances et établir un lien direct entre évaluation des performances et rémunération est donc loin d'être une pratique plébiscitée en France. En y irait-il autrement dans les sociétés de gestion de portefeuille ?

Les propos tenus par les experts interrogés, tant gérants de portefeuille que CIO, convergent sur l'absence de lien univoque entre performance et rémunération, même si la performance est un des éléments pris en compte. Pour les gérants de portefeuille, le lien est au mieux indirect, au pire opaque. Le CIO (qui tient lui un rôle de supérieur hiérarchique) s'inscrit en cohérence avec cette vision dans la mesure où il entend préserver une plage importante de variation autour de la rémunération à laquelle le conduit une formule mathématique. Cette dernière repose au demeurant en partie sur des indicateurs reflétant une appréciation subjective des comportements (management, coopération, amélioration des processus). Ses propos présentent ainsi une cohérence avec ceux des gérants interrogés.

« Chez nous le bonus peut représenter jusqu'à 50% du salaire fixe. Ce bonus va être lié (de façon non mécanique) à un ensemble d'éléments. (...) Mais de façon générale il n'y a pas chez nous de lien mécanique entre un niveau de performance donnée et le niveau de rémunération fixe ou variable. » (entretien, gérant de portefeuille, société 3)

« C'est la lutte. Ça fait trois ans que j'y suis, j'ai jamais été augmenté. C'est quand même une période de vaches maigres. (...) Je pense que si tu râles vraiment très très fort et que s'ils ont besoin de toi à ce moment-là, tu leur dis ça fait cinq ans que j'ai pas été augmenté, faut pas déconner, ailleurs on me propose, tout d'un coup, ils vont trouver l'argent. (...) La deuxième année, mon fonds sous performait par rapport à l'indice. Logiquement j'aurais pas dû avoir de bonus du tout ou alors un tout petit bonus. (...) Nous à l'international, on a eu des perf qui sont en dessous du benchmark, mais qui étaient pas catastrophiques. Je sais pas quel calcul ils ont fait, moi j'ai eu un bonus qui était en hausse par rapport à l'année d'avant. Tout ça pour te dire que c'est quand même assez aléatoire. » (entretien, gérant de portefeuille, société 1)

« [Le bonus] est attribué sur quels critères ?

Une note de gueule...

On n'utilise pas des ratios assez fins comme le ratio d'information ?

Moi je n'ai rien vu de tout ça... On en est loin, on est encore des artisans, vous savez... » (entretien, gérant de portefeuille, société 2)

« C'est pas complètement une formule mathématique. Il y a une partie qui est discrétionnaire autour de ça. Exemple, un junior qui montre un très bon talent. Il peut très bien être médian en termes de performance aujourd'hui, on se dit celui-là ou celle-là dans deux ans ou trois ans ça va être une star () Bon, il est médian, très bien, mais on va faire en sorte de lui démontrer qu'il a du potentiel. (...) [La plage de variation] est de l'ordre de 20% [en plus ou en moins]. Moi je m'oppose à une détermination mécaniste de la rémunération. » (entretien, gérant de portefeuille, société 4)

Symétriquement, les licenciements apparaissent comme pouvant ne pas être liés à un défaut de performance, notion qui apparaît tout de même mais dans un seul des entretiens d'expert. Davantage que celui-ci, ce sont des comportements, tel que défaut de respect du processus de décisions qui, le cas échéant, peuvent conduire au licenciement. Ce dernier peut également apparaître comme « opaque », c'est-à-dire reposant sur des raisons implicites.

« Les sanctions, ça peut-être d'abord, tu peux te faire virer si tu respectes pas le process et que t'es pris en flagrant délit [de ne pas le respecter] ... Il faut vraiment faire une grosse connerie. [par exemple ne jamais suivre les recommandations des experts] (...) Sous-performer, tu te feras pas virer. Si tu respectes le process et que tu sous-performes, t'es tranquille. C'est ça le problème. Je te parle encore une fois des grosses maisons. Ce qui est grave, c'est de pas respecter le process. » (entretien gérant de portefeuille, société 1).

« Je pense que le licenciement c'est plus compliqué à faire parce qu'il y a un environnement bancaire qui fait que les gens sont assez protégés. (...)

Et quand on veut faire partir quelqu'un, c'est en raison de sa performance ?

Alors là, je pense que ça n'a rien à voir. Ici, je pense qu'on n'est pas assez nombreux pour qu'il y ait des considérations politiques, mais il y a beaucoup de considérations politiques dans les banques. (...) On revient à l'histoire de note de gueule. » (entretien gérant de portefeuille, société 2)

« Les licenciements sont davantage liés à des comportements dangereux consistant par exemple à cacher, à commettre sciemment des erreurs. Les erreurs de jugement sur un titre ne débouchent pas sur un licenciement, tout le monde en commet. On fait 40% d'erreurs, il n'y a aucun autre métier qui tolère un pourcentage d'erreurs aussi élevé » (entretien gérant de portefeuille, société 3)

« S'il y a deux ans de suite au même niveau [de sous-performance], on se pose la question d'un changement de poste. (...) On licencie pas ou extrêmement rarement. » (entretien CIO, société 4)

Discussion

Nous apportons des arguments théoriques et empiriques venant apporter un éclairage complémentaire à celui des articles de recherche en finance de marché reposant implicitement ou explicitement sur le postulat de rationalité tel que celui-ci trouve à s'exprimer dans la théorie de l'agence. La distinction entre contrôle et autonomie, pourtant structurante d'un grand nombre de recherches en gestion des ressources humaines, n'est pas utilisée en finance. Elle semble ouvrir des perspectives prometteuses pour analyser les modes de gestion des ressources humaines des sociétés de gestion de portefeuille. Par rapport à la littérature existante, les entretiens d'expert suggèrent également une diversité de prescriptions plus importante que ne le laisse suggérer la classique distinction entre style 'value' et style 'growth'. Pour partie, le contrôle du processus de décision des gérants de portefeuille peut se comprendre comme une conséquence de la défiance des investisseurs à l'égard du marché boursier. En contrôlant toutes les étapes de la prise de décision, certaines sociétés de gestion veulent faire comprendre que cette dernière résulte d'un processus scientifique, reproductible, indépendant de la personne qui le met en œuvre, et donc à l'abri du « facteur humain » en tant que source d'erreurs. Cette vision du « facteur humain » comme source d'erreur, de risque, et non de performance, est cohérente avec l'approche taylorienne de « contrôle » décrite ci-dessus. L'évaluation peut ne pas reposer sur la seule performance financière (excès de performance par rapport à un objectif ou un benchmark). La performance peut être évaluée de multiples façons, tant quantitativement que qualitativement, notamment sur le respect de procédures et de normes de comportements. Nous montrons finalement que le lien entre l'évaluation des gérants de portefeuille et les conséquences attachées à cette évaluation, et notamment la rémunération, mais également les licenciements, n'est pas forcément formalisé de façon mécanique. Le lien peut même apparaître opaque : pas de lien perceptible avec la rémunération ; pas de lien perceptible avec les décisions de licenciement. L'entretien conduit avec un expert non gérant évoque également cette absence de lien (voir ci-dessous). Des entretiens d'experts conduits, il ressort également que les licenciements peuvent n'intervenir que pour sanctionner des comportements de manquements graves à l'éthique et aux règles de

gestion des fonds. Ce sont donc les comportements, davantage que les performances, qui peuvent être mis en avant. Ce résultat est contraire au postulat adopté par la plupart des recherches en finance dans le cadre de la théorie de l'agence, recherches qui n'envisagent la rémunération et le licenciement que comme indexés sur des variables strictement financières : volume de transactions, performance relative ou absolue, flux d'entrée. Les entretiens d'experts et la revue de littérature conduits invitent donc à envisager la gestion des ressources humaines des gérants de portefeuille comme un choix entre les modèles « contrôle » et « autonomie » définis ci-dessus.

Nous avons demandé à un expert n'appartenant pas à la profession de gérant, mais connaissant bien les sociétés de gestion de portefeuille dans leur ensemble, de réagir par rapport aux entretiens conduits avec les salariés des sociétés de gestion. Sa perception apporte des pistes de compréhension. Nous pouvons résumer ses propos comme suit. Selon lui, les modes de prise de décision dans les grosses sociétés de gestion françaises sont le plus souvent contraints. La performance financière compte moins que la maîtrise du risque. La rémunération n'est pas liée à la performance. Les licenciements pour défaut de performance sont rares. Ce phénomène n'est pas général, mais un trait distinctif des institutions financières françaises ou européennes continentales, trait qui les oppose aux institutions anglo-saxonnes. Il serait également propre aux grosses sociétés, par opposition aux petites structures, davantage adopteuses d'un modèle « autonome » de gestion des ressources humaines. Ses interprétations restent bien sûr à étayer dans des recherches ultérieures et doivent être considérées comme génératrices d'hypothèses.

« En général dans les grandes institutions financières françaises il y a peu d'intéressement aux résultats dans la rémunération de gérants de portefeuille. La pression à la performance y est moins forte que chez nos gestionnaires en comptes propres ou dans les petites sociétés de gestion. De façon générale en Europe les incitations des gérants sont plus faibles que dans les pays anglo-saxons. Dans les pays anglo-saxons la part variable est plus importante, et les écarts de rémunérations entre gérants sont plus importants qu'en Europe » (entretien économiste senior)

Ces propos viennent à la fois corroborer le propos tiré de notre revue de littérature et de nos autres entretiens d'experts, mais suggèrent, pour des recherches futures, d'en interroger la portée géographique. La prise en compte d'éléments extérieurs à la performance dans

l'évaluation, l'aversion au risque, la déconnexion entre résultats financiers, d'une part ; rémunération et licenciement, d'autre part, serait, non la résultante d'un modèle « universaliste » de gestion des ressources humaines trouvant à s'appliquer dans le secteur financier (ce qui eût été pour le moins surprenant), mais celle de contextes nationaux pourvus d'une histoire et d'institutions qui leur sont propres, en l'espèce, ceux de l'Europe continentale. Ceci plaide pour réalisation de recherches comparatives et la mobilisation de cadres théoriques faisant la part belle aux différences nationales, qu'elles aient une origine « culturelle » (Hofstede, 2001) ; ou « institutionnelle » (diMaggio et Powell, 1993). La formalisation de contraintes portant sur les processus décisionnels, la complexité de l'évaluation et la dissolution du lien performance financière / rémunération, résulterait également d'un effet « taille ». Ici, c'est la littérature liant taille et formalisation des pratiques de gestion des ressources humaines qui pourrait être mobilisée (Mintzberg, 1982).

Conclusion

Notre recherche est l'une des premières à prendre comme objet l'organisation des processus décisionnels des gérants de portefeuille, ainsi que à la façon dont leur travail est évalué et récompensé et sanctionné. L'apport à la finance de marché est méthodologique et ontologique. Sur le plan méthodologique, nous avons procédé à une revue de littérature et procédé à des entretiens d'experts, selon une méthodologie qui pour des raisons de positionnement épistémologique n'est jamais utilisée dans les recherches en finance de marché : l'entretien semi-directif. De ce fait, nous avons pu récolter des données d'une autre nature que celles habituellement utilisées dans ces recherches. Bien sûr, ces données sont limitées et ont vocation à susciter un débat, davantage qu'à apporter des *résultats*, lesquels supposent la réalisation d'un nombre d'entretiens ultérieurs. Ce faisant, nous contribuons à alimenter remettre en cause les postulats dans le champ scientifique de la finance de marché reposant sur la théorie de l'agence. L'apport à la gestion des ressources humaines est surtout ontologique, en ce sens que nous nous intéressons à une population nouvelle et peu traitée par la littérature dédiée à la gestion des ressources humaines dans les institutions financières : celle des gérants de portefeuille.

Notre recherche a pu mettre en évidence que malgré le caractère apparemment très quantitatif de l'activité étudiée, les éléments subjectifs et qualitatifs d'appréciation, les comportements,

peuvent occuper une place majeure dans les processus d'évaluation. Malgré la tentation apparente de procéder à une évaluation qui ne serait que financière, l'activité des gestionnaires de portefeuille peut se trouver plus ou moins fortement prescrite, évaluée, rémunérée et sanctionnée sur le respect de prescriptions, normes de comportements, ainsi que sur des éléments subjectifs parfois implicites. Le lien entre évaluation d'une part, sanction (positive ou négative) d'autre part, mérite également d'être questionné.

Plusieurs axes de recherche peuvent être envisagés à partir de cette communication. Tout d'abord, des recherches à venir devraient proposer un panorama exhaustif des modes de gestion des ressources humaines dans les sociétés de gestion de portefeuille sur la base d'un échantillon d'organisations nombreux. De telles recherches permettent de « planter le décor », dans une approche d'abord exploratoire, puis systématique. Puis, des modèles théoriques en finance pourraient tenter de prendre en compte de manière systématique les diverses pratiques observées, pour en mesurer tant les effets que les déterminants. Dans les recherches ayant pour variable explicative la performance, les questions suivantes mériteraient selon nous d'être approfondies : quel est l'effet, en termes de performance mais aussi de risque, d'une prise de décision procédant par consultation séquentielle d'analystes, d'économistes, de stratégestes, versus une prise de décision moins encadrée ? Quel est l'effet d'une prise de décision consensuelle versus une prise de décision individuelle ? Quel est l'impact de la contrainte d'alignement sur des portefeuilles 'modèles' en termes de performance ? Comment les différents critères d'évaluation utilisés influencent-ils la performance des gérants de portefeuille ? Quel est l'impact du lien entre évaluation et rémunération sur la performance financière ? D'autres recherches pourraient prendre les variables « GRH » des gérants de portefeuille non plus comme variables explicatives, mais comme variables à expliquer. Notre contribution plaide en effet pour la réalisation de recherches comparées Europe continentale /pays Anglo-Saxons, soulignant ainsi la pertinence d'une approche institutionnelle ou culturelle. Finalement, les futures recherches devraient prendre en compte un effet « taille » sur les pratiques de gestion des ressources humaines des gérants de portefeuille.

Références bibliographiques

Athey, R.A., Orthe, M.S., 1999, « Emerging competency methods for the future », *Human Resource Management*, Vol.38, n°3, p.215-225

Aubret, j., Gilbert, p., Pigeyre, F. , 1993, *Savoir et pouvoir*, les compétences en question, Paris : PUF, 222 p.

Brizard, A., 2000, "Les hausses de salaires sont moins fréquentes et plus individualisées en 1998", *Premières Synthèses*, DARES, n°10.3, mars, 6 p.

Clarke, R., da Silva, H., Thorley, S., "Portfolio constraints and the fundamental law of active management", *Financial Analysts Journal*, sept./oct. 2002, p. 48-65

Colin, C., Ponthieux, S., 1996, « Les primes de performance en 1992 », *Premières synthèses*, n°122, 12 janvier, DARES, 8 p.

Coutrot, T., 1996a, « Gestion de l'emploi et organisation du travail dans les entreprises innovantes : une approche statistique des pratiques d'établissements », *Travail et emploi*, n°64, p.79-87

Coutrot, T., 1996b, « Négociation et innovation salariale dans les entreprises », in *Dossiers de la DARES*, n°3-4

Dessler, G., *Human resource management*, 7th edition, London : Prentice Hall International, 715 p., 1997

Di Maggio, P., Powell, W., "The Iron cage revisited, Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", *American Sociological Review*, 48, 147-160, 1983

Dolan, S., Saba, T., Schuler, R., Jackson, S., *La gestion des ressources humaines, tendances, enjeux et pratiques actuelles*, éditions ERPI, 713 pages, 2002

Donnadieu, G., *Du salaire à la rétribution*, Paris : éditions Liaisons, 1991, 209 p.

Fama, E.F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. (May, 1970), p. 383-417

Gilbert, P., Schmidt, G., dir., 1999, *Evaluation des compétences et situations de gestion*, Paris : Economica, 161 p.

Hofstede, G. (2001) *Culture's consequences: international differences in work-related values*, Beverly Hills: Sage.

Jensen, M.C., Meckling, W.M., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, n°3, 1978, p.305-360.

Lallé, B., Nouvelles technologies et évolution de la dialectique contrôle autonomie dans le secteur des services : application au cas bancaire, *revue de gestion des ressources humaines*, n°32, juillet-août 1999, p. 97-107

Lawler, E.E., 1996, "Competencies : a poor foundation for the new pay", *Compensation and Benefits Review*, nov.-dec, p.20-24

Mc Clelland, D., in Spencer, L., Spencer, S., 1993, *Competence at Work*, New York : John Wiley, p.3-8

Mintzberg, H, *Structure et dynamique des organisations*, Paris : Editions d'Organisation, 1982, 434 p.

Reynaud, J.-D., *Les règles du jeu*, Paris : Armand Colin, 348 p., 1997

Rope, F., 1994, « Des savoirs aux compétences : le cas du français », in Rope, F., Tanguy, L., *Savoirs et compétences : de l'usage de ces notions dans l'école et l'entreprise*, L'Harmattan, coll. Logiques Sociales, 1994, p.63-94

Roussel, P., « Salaire individualisé, rémunération au mérite : impasse ou avenir ? » in Peretti, J.M., et Roussel, P., dir., *La rémunération : politiques et pratiques pour les années 2000*, Vuibert, 2000, p. 81-97

Spencer, L., Spencer, S., 1993, *Competence at Work*, New York : John Wiley

Walton, R., "From control to commitment in the workplace", *Harvard Business Review*, March-April 1985, p. 77-84

Williamson, O.E., 1985, *The Economic Institution of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New-York, Macmillan, The Free Press, 450 p