

DOCUMENT DE TRAVAIL

HOLD-UP EN FINANCE
LES CONDITIONS DE POSSIBILITÉ
DES BONUS ÉLEVÉS
DANS L'INDUSTRIE FINANCIÈRE

OLIVIER GODECHOT

N° 44

septembre 2005

**CENTRE
D'ETUDES
DE L'EMPLOI**

«LE DESCARTES I»
29, PROMENADE MICHEL SIMON
93166 NOISY-LE-GRAND CEDEX
TÉL. 01 45 92 68 00 FAX 01 49 31 02 44
MÉL. cee@cee.enpc.fr
<http://www.cee-recherche.fr>

Hold-up en finance.
Les conditions de possibilité des bonus élevés
dans l'industrie financière

OLIVIER GODECHOT
olivier.godechot@ens.fr
Centre d'études de l'emploi

DOCUMENT DE TRAVAIL

N° 44

Septembre 2005

ISSN 1629-7997
ISBN 2-11-094604-0

HOLD-UP EN FINANCE.
LES CONDITIONS DE POSSIBILITÉ DES BONUS ÉLEVÉS
DANS L'INDUSTRIE FINANCIÈRE

Olivier Godechot

RESUME

Les rémunérations dans l'industrie financière sont parfois très élevées et la compréhension de leur mode de formation est une clé féconde pour la compréhension du rapport salarial. Le fait que certains salariés acquièrent un pouvoir de *hold-up* constitue une meilleure piste d'explication que l'idée d'incitation optimale à l'effort. Un cas de *hold-up* exemplaire aide à comprendre le mécanisme. Deux chefs de salle d'une grande banque ont obtenu dix et sept millions d'euros de bonus au titre de l'année 2000 en agitant la menace crédible de faire partir l'ensemble des équipes qu'ils dirigeaient dans une banque rivale. Ce cas permet de styliser le mécanisme de *hold-up* : la maîtrise d'actifs transférables donne les moyens de menacer l'entreprise de dommages si celle-ci n'accepte pas une renégociation favorable au salarié. Ce mécanisme est d'autant plus fréquent que les protections sont relativement inefficaces. Il conduit à voir différemment le marché du travail de l'industrie financière : moins comme un marché de personnes et de compétences personnelles que comme un marché d'actifs d'entreprises collectivement produits et emportés par des personnes qui en organisent le transfert.

Mots-clefs : salaires, finance, rapport salarial, *hold-up*, primes.

***Hold-up in Finance.
The Conditions of Possibility of High Bonuses in Financial Industry***

Abstract

Compensations in financial industry are sometimes very high and the comprehension of their mode of formation is a key for the comprehension of the wage labor nexus. The fact that some employees gain the power to make holdups constitutes a better explanation than optimal incentive to make efforts. An exemplary case of holdup enables us to understand its mechanism. Two heads of a dealing room of a large bank were granted ten and seven million euros of bonus for the year 2000 as they threat to leave to rival bank with their entire team. This case makes it possible to outline the mechanism of holdup: the control of transferable assets enables to threaten the firm of damages if she does not accept a favorable renegotiation for the employee. This mechanism is all the more frequent as protections are relatively inefficient. As a result, we draw a different view of the financial labor market: less like a market of persons and personal competences than like a market of firms' assets, collectively produced and carried by people who organize their transfer.

Key words: *wages, financial industry, wage labor nexus, hold-up, bonuses.*

INTRODUCTION

Parce qu'ils constituent, par leur extrémisme, un bon laboratoire des relations sociales, les marchés financiers suscitent depuis quelques années de nombreux travaux en sciences sociales (Baker, 1984 ; Abolafia, 1996 ; *Politix*, 2000 ; *Actes de la recherche en Sciences Sociales*, 2003 ; *Réseaux*, 2003). Laboratoire de la globalisation (Leyshon, Thrift, 1997), de la marchandisation (Muniesa, 2000) ou de la rationalisation (Godechot, 2001 ; MacKenzie, 2003), les marchés financiers ne sont-ils pas aussi un observatoire des relations salariales ? L'importance de certains salaires, et en particulier de certains bonus (dont certains culminent au titre de l'année 2000 à plus de dix millions d'euros), ces primes salariales annuelles versées au salarié en fonction de l'appréciation par sa hiérarchie de son importance et de l'ampleur de sa contribution, ne laisse pas d'étonner (Godechot, Fleury, 2005). De même que la précarité de l'artiste et des intermittents du spectacle peut livrer des enseignements sur les nouvelles formes de flexibilité sur le marché du travail (Menger, 2002), de même les étonnantes rémunérations des opérateurs financiers peuvent permettre de comprendre des mécanismes plus généraux de formation des salaires. Hormis quelques incursions ponctuelles (Burt, 1997), les travaux portant sur les rémunérations dans l'industrie financière restent rares comme le montrent les revues de la littérature (Stearns, Mizruchi, 2005 ; De Goede, 2005). Celles-ci sont plus appréhendées comme un élément de contexte favorisant l'opportunisme et les illégalités (Abolafia, 1996 ; Sauviat, 2003 ; Guilhot, 2004) que pour elles-mêmes. Leur variabilité, leur corrélation aux résultats financiers, leur dimension indéniablement stimulante sembleraient les rapprocher du modèle des incitations optimales (Elton, 1991 ; Ahn & alii, 2001). Une telle interprétation est partielle, sinon fautive. Elle rend compte au mieux de la variabilité mais guère de l'importance des rémunérations elle-même (Godechot, 2004).

La remise en cause de cette interprétation intuitive et simple des rémunérations financières suppose la construction d'une explication alternative robuste. Celle que nous développons est centrée sur les effets de l'accumulation par certains salariés de quasi-droits de propriété sur les actifs collectifs de l'entreprise, droits de propriété implicites qui, dans certaines conditions, permettent à la fois la légitimation des prétentions salariales et la génération d'un rapport de force susceptible de les imposer (Godechot, 2004). Si, pour être complète, l'analyse des rapports salariaux, et ici intersalariaux, doit tenir compte, comme l'étude des relations de parenté (Bourdieu, 1972), de sa double vérité (rapports symboliques de légitimation, rapport de force économique), il sera essentiellement question pour la clarté analytique du propos de la dimension proprement économique du rapport de force.

L'appropriation par certains salariés d'actifs clés permet parfois à certains de ceux-ci de mener des négociations que tant les acteurs eux-mêmes que les économistes post-williamsonniens désignent comme « *hold-up* » (Malcomson, 1997). D'après Williamson (1994), l'investissement dans un *actif spécifique*¹, actif qui dépend d'une relation de collaboration avec d'autres acteurs et qui perd une partie de sa valeur en cas de rupture de la

¹ L'expression *actif spécifique* peut prêter à confusion si l'on ne prend garde de voir à quoi la spécificité s'applique. La spécificité ne s'applique pas à la personne qui détient l'actif – le monopole d'un bien rare serait plus susceptible de la renforcer que de l'affaiblir – mais à la relation entre le détenteur et d'autres acteurs économiques nécessaires à la mise en valeur de l'actif. C'est la relation productive qui est spécifique et qui peut mettre une des parties à la merci d'une menace de rupture. Si l'expression « actif spécifique » n'était pas consacrée, une expression comme actif dépendant serait peut-être plus explicite et adéquate. Salais et Storper (1993) parlent aussi de *produits* (et partant d'actifs) *dédiés* mais envisagent essentiellement cette relation au niveau interfirme entre acheteurs et vendeurs.

collaboration met son détenteur dans une position de faiblesse relationnelle et de dépendance à l'égard des personnes avec lesquelles il mène des échanges. La valeur de son actif n'est conservée que dans la mesure où la relation d'échange dans laquelle l'actif prend de la valeur se perpétue. Le détenteur est donc dépendant de la partie adverse et du risque d'opportunisme post-contractuel. Il peut faire l'objet d'un *hold-up*, c'est-à-dire que la partie adverse peut menacer de faire cesser la relation et de le laisser avec son actif dévalorisé sur les bras. Elle peut à son profit imposer au détenteur une renégociation défavorable des termes de l'échange. Dans le cas de l'industrie financière, le pouvoir de certains salariés, comme les chefs de salle, sur les rémunérations a pour origine un double différentiel de spécificité et de redéployabilité. D'une part, les actifs qu'ils maîtrisent sont très peu dépendants de ceux de leurs collaborateurs alors que ceux de leur collaborateurs le sont beaucoup plus, ce qui permet aux premiers de menacer à leur profit les seconds d'une rupture de la relation. D'autre part, leurs actifs sont dans une large partie transférables, avec une faible déperdition de valeur, ce qui rend la menace de rupture d'autant plus fréquente, crédible et efficace.

Alors que la littérature économique cherche plutôt à montrer comment les acteurs économiques évitent de s'engager dans de tels types de dépendance relationnelle et comment ils trouvent des alternatives, soit par exemple en adoptant une organisation hiérarchique (solution de Williamson), soit en sophistiquant les contrats (cf. par exemple Malcomson), on montrera comment de telles situations, fréquentes et plausibles, jouent au contraire un rôle structurant. Dans la première section, est présenté un cas de *hold-up* emblématique, une renégociation contractuelle à l'issue de laquelle deux chefs de salle obtinrent dix-sept millions d'euros. Dans la deuxième section, des pistes de modélisation et de généralisation du mécanisme de *hold-up* mis en œuvre par ces protagonistes sont ensuite proposées. Sur la base de cette stylisation, on pourra voir enfin en quoi le marché du travail dans l'industrie financière doit être moins vu comme un marché de la compétence individuelle que comme un marché de transferts d'actifs entre entreprises.

1. UN CAS DE *HOLD-UP*

Au mois de juin 2001, la presse financière se fit l'écho d'un scandale agitant Banque_A. Le chef de la salle dérivés actions et son adjoint venaient d'être gratifiés d'un bonus de dix millions d'euros pour le premier et de sept millions pour le second au titre de l'année 2000. De tels montants révélés par un syndicaliste de la CGT mirent la banque en émoi, et ce y compris au plus haut niveau. Comment de tels versements furent possibles ? À défaut des témoignages des deux bénéficiaires qui n'acceptèrent pas d'entretiens, les témoignages de plusieurs salariés de la banque, en particulier de l'ancienne supérieure du chef de salle, de son rival, le chef de la salle taux et change, et de son ancien chef de *back-office* permirent de reconstruire relativement bien la situation².

Durant les années 1990, à Banque_A, les bonus du chef de salle dérivés et de son adjoint, certes importants au regard des opérateurs ordinaires, restaient mesurés par rapport à ceux pratiqués pour les chefs de salle dans les produits dérivés actions. Ils étaient attribués à

² La reconstruction est d'autant meilleure que lors des entretiens, ces trois personnes avaient quitté Banque_A, la première pour des raisons indépendantes à l'affaire et les deux suivantes à la suite de l'ascension du chef de salle. Ces anciens salariés étaient ainsi déliés des obligations de retenue et de censure fréquentes dans ce milieu. Parallèlement, ont été rencontrés le syndicaliste à l'origine de la divulgation et deux de ses collègues, un cadre des ressources humaines, un contrôleur des risques actions, deux *traders* taux.

l'issue d'une procédure discrétionnaire classique. La chef du département de marché proposait un montant que le PDG de Banque_A ratifiait. Les plus gros montants versés à ses subordonnés pendant cette période ne dépassèrent pas 1,5 millions d'euros. Tant le montant que la procédure énervaient le chef de salle. Comme le remarque le chef de la salle taux, « [Le chef des actions] et son adjoint estimèrent [en 1999] que depuis plusieurs années, ils étaient brimés et qu'ils touchaient des bonus inférieurs à ce qu'ils auraient dû toucher. »

À la veille d'une opération sur titre majeure pour l'avenir de Banque_A, le chef de la salle dérivés actions démissionna avec son second, en laissant à Banque_A quarante-huit heures pour les réembaucher aux conditions que leur proposait un concurrent. Les deux supérieurs parlaient « pour une banque allemande à Londres (...) en expliquant : “Voilà. On s'en va. On a obtenu un contrat.” Le nom de la banque était effacé avec du *typex*, mais le contrat intégral était passé à [Banque_A]. » Leur menace implicite était de partir non seulement tous les deux, mais aussi avec toute l'équipe. Le chef des taux, lequel ne participait pas à la négociation, leur prêta les propos suivants : « Nous partons à deux, mais naturellement nous emmenons toute l'équipe. Comme on aime bien [Banque_A], vous avez 48 heures pour vous aligner », c'est-à-dire pour proposer aux deux chefs le même contrat que proposait la banque allemande. Ce contrat comportait une formule mécanique pour la fixation du bonus. Le chef de salle obtenait 8,5 % de l'enveloppe de bonus attribuée à la ligne produit dérivés-actions (enveloppe qui représentait d'ailleurs 30 % du profit [avant impôt et avant bonus]) et son collègue 6 % de l'enveloppe, soit 14,5 % de l'enveloppe de bonus à eux deux ou 4,5 % du profit de la salle [avant impôt et avant bonus]. Ce contrat ne conduisait pas à verser des bonus exceptionnels au titre de l'année 1999. Le chef actions obtint 1,7 millions d'euros et son adjoint 1,2 millions d'euros. La croissance de la bulle financière et son explosion en 2000 générèrent sur les dérivés actions une activité extrêmement importante et des niveaux de profit considérables. Dans toutes les banques, les bonus sur les dérivés actions furent particulièrement élevés. Banque_A bénéficia aussi de cette conjoncture heureuse : le profit avant impôt et après bonus s'éleva à 230 millions d'euros selon le chef des taux³. Par application mécanique de la formule – qui n'avait pas été révisée entre 1999 et 2000 –, les deux supérieurs touchèrent les deux importants bonus mentionnés, lesquels tranchaient très nettement avec l'histoire des pratiques de rémunérations de cette banque.

Dans le déroulement de cette affaire, le chef de la salle taux reconnaît qu'ils « ont bien joué leur coup ». L'ensemble des éléments de cette négociation, qu'ils aient été choisis ou non, se révéla judicieux et favorable.

Tout d'abord, le *timing*. Démissionner au cours d'une opération sur titre majeure mettait l'entreprise dans une situation très délicate et aurait rendu très coûteux le départ des deux dirigeants de la salle. En effet, du fait de cette opération sur titres, les dirigeants de la banque étaient très occupés à rencontrer et contacter les investisseurs et disposaient de très peu de temps pour réfléchir à des solutions alternatives (comme le recours à des chasseurs de tête, etc., et ce d'autant plus que le délai de réflexion donné était très court). De plus, laisser partir les deux dirigeants de la salle et, avec eux, risquer le départ de toute la salle équivalait à l'émission d'un signal négatif devant la communauté financière. Le risque de disparition du département le plus rentable de la banque – même si, à l'échelle du groupe, sa place restait

³ Sur la base des formules de bonus, on peut évaluer à 119 millions d'euros l'enveloppe de bonus pour les dérivés actions (17/14,5 %) et à 400 millions d'euros le profit avant impôts et avant bonus (119/30 %). Pour retomber sur le chiffre de 230 millions, il faut enlever les bonus et les charges sociales patronales sur les bonus. Le chef des taux rapporta que le chef actions, étant donné qu'il « consommait » 115 millions de francs de fonds propre, avait avec 230 millions de profit, un *ROE* (*Return on Equity*) de 200 % !

modeste – pouvait indiquer une faible pérennité des actifs et compromettre fortement le succès de l'opération sur titre. Enfin, les deux démissionnaires profitèrent d'une vacance de la direction : le numéro deux de la banque était en partance pour une haute fonction politique au sein de la communauté européenne. La direction de la banque coincée par les préparations des *road shows* laissa finalement toute latitude à la chef du département de marché pour mener une négociation qui tourna finalement à l'acceptation pure et simple des conditions de réintégration.

Puis, *démissionner à deux*. Le fait que ce soit une démission et non une menace de démission donnait beaucoup plus de crédibilité à leur détermination. Au prix d'une prise de risque supplémentaire, les deux démissionnaires signalaient explicitement qu'ils n'étaient prêts à revenir chez leur ancien employeur que si leurs propres conditions étaient acceptées. Comme le remarque Thomas Schelling (1960), c'est parfois en supprimant volontairement un degré de liberté (ici, « nous sommes partis » et non « nous allons peut-être partir »), en « ayant brûlé ses vaisseaux » lorsqu'on se retrouve « dos au mur », que l'on envoie le meilleur signal de sa détermination et que l'on obtient de ce fait au final les meilleures conditions de négociation.

Le caractère collectif de la démission renforça ensuite le signal de détermination envoyé par l'acte de démission avant de négociation. Le chef actions et son collaborateur étaient-ils des amis particulièrement proches ? On dit parfois que le second est « pote du premier ». Toujours est-il que, amis – ce que nous voulons bien croire – ou non – ce qui est malgré tout possible –, le départ à deux fut un composant crucial de la réussite du tour de force.

« Si c'était sa dém. à lui tout seul, c'était gérable, explique leur ancienne chef, mais à partir du moment où c'était toute l'équipe, ça l'était moins. Lui tout seul, c'était parfaitement gérable. On nommait [son adjoint]. (...) Mais les deux têtes, ça aurait entraîné des dégâts majeurs dans l'équipe. D'ailleurs, ils les auraient attirés avec eux.

— *Vous n'aviez pas la possibilité de faire monter les gens qui étaient sous [l'adjoint]?*

— Non, il y avait un surdoué en dessous de [l'adjoint], qui était à l'époque à Hong-Kong et que je connaissais bien. Mais il n'était pas de taille à prendre la ligne mondiale, en termes managérial. Il avait 29 ans. Les deux, ce n'était pas possible. L'un des deux, oui, c'était parfaitement gérable, les deux, non. Et comme ils partaient dans une banque européenne, l'équipe serait partie avec eux six mois après... »

Remplacer les démissionnaires par un chef de salle dérivés actions extérieur aurait été aussi relativement risqué. D'une part, il aurait fallu pouvoir attirer un chef de salle, ce qui aurait été fort coûteux en termes de bonus garantis, d'autre part, les équipes de *trading* déifiantes à l'égard du nouveau venu auraient tout autant été tentées par un départ vers la nouvelle implantation de leurs anciens patrons.

La démission à deux rendait ainsi beaucoup plus crédible la menace d'un départ collectif de l'ensemble des acteurs de la salle de marché dérivés actions. En effet, la plupart de leurs collaborateurs essentiels, patrons de *desks*, et de fil en aiguille, subordonnés, n'auraient pas tardé à les rejoindre. En réunissant chez un concurrent toutes leurs équipes, les deux chefs de salle organisaient en fait un véritable transfert d'activité. Dans la banque rivale, le chef actions et son adjoint auraient rapidement disposé d'une capacité productive à peine entamée. Au contraire, chez Banque_A, la plus grande part des investissements sur plusieurs années – développement d'un savoir-faire technique et pratique, acquisition de parts de marché, fidélisation d'une clientèle, etc. – risquait d'être sinon réduite à néant par ce transfert, du moins très sérieusement entamée. Par le truchement de leur capital social (ici la capacité d'entraînement de leurs équipes), les deux chefs de salle disposaient d'actifs de l'entreprise, qui pour eux sont éminemment transférables, alors que, pour l'entreprise (et en particulier

pour le collectif des salariés en charge des fonctions supports), ils sont éminemment spécifiques.

Ensuite, *le choix de la banque*. Tout le jeu du chef actions fut de donner suffisamment d'informations sur la banque qui proposait de les embaucher tout en gardant le secret. La banque était une banque européenne, installée à Londres qui choisissait de monter un pôle de produits dérivés. Ces informations signalaient que la menace de démission des deux supérieurs et de départ avec eux de toute l'équipe était bien réelle. Les deux supérieurs n'auraient pas à composer et à gérer une activité déjà là mais à la créer de toute pièce. Or le plus court chemin pour le faire était bien de proposer à leurs collaborateurs habituels de les rejoindre. En même temps, la conservation du secret sur le nom du concurrent permettait d'éviter que Banque_A n'essayât en sous-main de négocier avec la banque débaucheuse une renonciation à cet accord⁴. En s'appuyant sur des intérêts commerciaux et financiers communs et des éventuelles relations personnelles, Banque_A aurait alors peut-être pu (ce n'est ici qu'une supposition) élaborer une menace de rétorsion suffisamment crédible à l'encontre de sa rivale pour annuler la menace de ses deux chefs de salle rebelles.

Après, *le pourcentage*. Fixer contractuellement le bonus permettait de se mettre à l'abri d'une intervention discrétionnaire de la direction des marchés ou de la direction générale et de bénéficier alors pleinement de la montée en puissance de ces activités à la fin des années 1990. La très forte montée des actions au cours de l'année 1999 et la rentabilité des produits dérivés actions conduisirent les banques à investir dans ce secteur lucratif, à augmenter les limites de risques, les fonds propres accordés et la taille des équipes. Fixer ainsi le partage permettait à la fois de bénéficier de l'augmentation de la taille (limites de risques, fonds propres, etc.) et d'éviter d'être grignoté par l'augmentation du nombre de requérants (consécutive aux embauches). Les acteurs de cette négociation prirent d'ailleurs comme base d'alignement un taux, alors même que les assiettes sur lesquelles il s'appliquait avaient une grande chance d'être différentes. Dans la banque rivale, sachant que le chef actions et son adjoint auraient eu à reconstruite toute l'activité, faire venir tous leurs anciens subordonnés et surtout se faire affecter à la fois des fonds propres et des moyens humains en support (*back-office* et supports informatiques), ceux-ci n'auraient probablement pu générer instantanément là-bas le même niveau d'activité et obtenir le même niveau de bonus en 1999 et en 2000 avec une formule pourtant identique. On peut faire l'hypothèse au contraire que Banque_A en adoptant sans décote la formule de la banque rivale payait beaucoup plus cher le maintien sur place des deux dirigeants que la concurrente ne proposait au final pour leur départ.

Toutefois, même si les deux démissionnaires s'assuraient grâce à ces pourcentages fixés à l'avance une part très élevée des profits, ils eurent l'habileté de présenter les choses de telle façon que l'accord restât acceptable pour la banque. En effet, la part des bonus qui leur était dévolue était prélevée dans une assiette, les bonus de la ligne produit dérivés actions, qui elle n'était pas modifiée par la négociation du printemps 1999. Comme le remarqua le chef des taux, le seul problème que cela posait à la banque à l'instant t, c'était un problème de répartition : « Pour la banque, ça ne coûte rien, puisque de toutes les façons, c'est à l'intérieur des 30 %. C'est un problème de répartition à l'intérieur des 30. Mais la banque, elle paiera toujours 30. Finalement, qu'elle paye x ou y, elle s'en fiche la banque. Cyniquement ! Donc confronté à ce problème, [le PDG] a renâclé, mais il a signé. » La hiérarchie de la banque, dans sa dimension d'entreprise, est souvent encline à raisonner en termes de coût global en

⁴ Ainsi, dix ans plutôt, lorsque le chef du département avait embauché celui qui est devenu le chef de la salle dérivés actions, elle avait dû affronter une pression très forte du DG de sa banque d'origine, Banque_B.

considérant que la répartition n'est au fond que le problème à régler entre le *manager* et ses subordonnés, ce qui ne l'empêche pas, lorsqu'elle bascule d'un raisonnement en termes de budget à des considérations en tant que personnes, de considérer la différence à son détriment insupportable.

Enfin, *la conjoncture*. L'année 1999 était une année visiblement porteuse pour le marché actions et pour l'industrie des dérivés. La hausse quasi continue de l'ordre de 50 % des titres et celle encore plus sensible des volumes, tant sur le sous-jacent que sur les produits dérivés, attirèrent un grand nombre d'institutions financières qui décidèrent de toucher elles aussi une part de la rente générée par ce type de commerce. Ces *last-movers*, handicapés par un énorme retard, ne pouvaient guère espérer rattraper les *leaders* en reconstruisant un *business* de toute pièce. Aussi le principal moyen pour ceux-ci d'entrer sur le marché des dérivés actions et de profiter des retombées de la bulle sur les marchés financiers était d'acheter des équipes en débauchant par exemple des chefs de salle. Pressées par l'impression de passer à côté d'une excellente aubaine, ces institutions furent prêtes à offrir des prix très élevés (que ce soit en termes de bonus garantis, de salaires fixes ou comme ici en termes de rétrocession de profit) pour l'acquisition d'équipes. Cette configuration fournissait un excellent point d'appui pour les chefs de salle pour renégocier les conditions de leur maintien à Banque_A. Qui plus est, dans une telle conjoncture, le degré de réalisme du point d'appui risquait d'être plutôt surestimé que l'inverse [et ce d'autant plus que la hiérarchie de la banque connaît mal les marchés]. Même si on ne connaît jamais ni le jour ni l'heure de l'éclosion d'une bulle et du retournement de marché, il pouvait sembler clair en 1999 que le temps de réunir des équipes productives chez les nouveaux venus, la probabilité de disparition de la conjoncture heureuse était élevée. Au contraire, en renégociant au plus cher les conditions de maintien, les deux démissionnaires s'assuraient de profiter au mieux, dans la structure déjà productrice, des pics de l'euphorie sur le marché des actions.

Même si nous ne connaissons pas les raisonnements et les stratégies explicites des deux chefs de la salle dérivés actions, la reconstruction des conditions de la renégociation, véritable *hold-up* pour Banque_A, montre que ces deux dirigeants avaient un véritable *sens du placement*, une connaissance du *kairos*, ce moment tactique qui selon les Grecs engage de manière décisive le succès ou la défaite de l'action, bref, comme le diraient les hommes de marché eux-mêmes, un *feeling* du bon *timing* de l'opération.

2. LE MODÈLE ÉCONOMIQUE DU *HOLD-UP*

Le cas décrit ici est à la fois spectaculaire et exemplaire des transactions qui se déroulent sur le marché du travail. Pourquoi peut-on parler au sujet de cette transaction libre et non-violente de *hold-up*? Outre une exploitation affûtée de la conjoncture, les deux chefs de salles prirent un point d'appui (la proposition de la banque rivale) pour menacer de façon crédible l'autre partie (*i.e.* l'entreprise – vue ici comme l'ensemble des salariés –) de malheur (*i.e.* le départ des activités dérivés actions) si jamais celle-ci n'acceptait pas de faire ce qu'ils lui demandaient (*i.e.* renégocier le contrat)⁵. Ce mécanisme de *hold-up* est rendu possible par un double effet : la spécificité des investissements du côté de l'entreprise (Williamson, 1994 ; Klein, Crawford et Alchian, 1978) et la transférabilité des actifs de l'entreprise maîtrisés par

⁵ Lors d'un braquage, le point d'appui est l'arme à feu, le malheur réside dans le décès et la demande formulée est la caisse.

ces deux salariés (Rajan, Zingales, 2001). En entraînant une équipe soudée autour d'eux, les deux salariés pouvaient ainsi emporter avec eux une partie importante de l'activité dans une banque rivale.

Le mécanisme de *hold-up* mis en œuvre ici de manière exemplaire se rencontre à plus petite échelle dans d'autres métiers et à d'autres niveaux hiérarchiques de l'industrie financière. C'est ainsi qu'un *trader* taux de la même banque obtint par deux fois une hausse de salaire auprès de son employeur en menaçant, contrat en main, de partir exercer son art dans une banque rivale. La renégociation par effet de levier permet d'obtenir bien plus que la simple contribution individuelle à l'ensemble (si tant est qu'on puisse véritablement la mesurer) : les deux chefs de salle pouvaient ainsi capturer une partie de la valeur de la salle, en menaçant *in fine* de la redéployer en son entier.

Dans sa forme la plus stylisée, le *hold-up* contient les éléments suivants : investissement dans la personne, utilisation d'options externes pour la renégociation, contexte d'incertitude (sur la crédibilité de ce redéploiement, incertitude sur la valeur des actifs redéployés, etc.) et risque de dépréciations des actifs qui sont investis en relation avec le poste du salarié. Il n'est pas inutile, pour en tester la cohérence, de s'appuyer sur une formalisation, quitte à simplifier à l'extrême (et par conséquent à déformer) le matériau que nous avons recueilli. Nous présenterons un modèle stylisé de *hold-up* dans une première partie, puis nous discuterons des éventuelles protections utilisables pour réduire ce risque et leurs limites.

2.1. Esquisse d'un modèle de *hold-up*

Si l'on suit la revue de la littérature proposée par Malcomson (1997), il revient à Grout (1984) d'avoir modélisé l'idée de *hold-up* présente chez des auteurs comme Williamson (1994) ou Klein, Crawford et Alchian (1978)⁶. Le modèle de Grout et à sa suite les modèles de *hold-up* montrent que l'anticipation d'un *hold-up* coûteux pour l'entreprise conduit à un niveau d'investissement sous-optimal. Si nous utilisons le modèle de *hold-up*, c'est moins pour ce résultat de sous-investissement que pour mettre en évidence le fait que les salariés peuvent capturer une rente importante par rapport au salaire de marché qui prévaudrait en l'absence de situation de *hold-up*. Nous reprenons pour cela le modèle de Grout tel qu'il est stylisé par Malcomson (1997, pp. 1925-1926) d'une part et par Cahuc et Zylberberg (1996, pp. 330-333) d'autre part, en ne le modifiant qu'à la marge pour l'adapter aux relations salariales dans l'industrie financière⁷. Bien qu'élémentaire et limité, nous trouvons dans ce modèle des pistes pour styliser une partie du matériel empirique récolté et analysé de façon plus « littéraire ».

On considère dans ce modèle une entreprise financière neutre au risque, vivant une période (décomposée en cinq dates) et vendant à l'issue de celle-ci des produits financiers. Elle emploie L opérateurs financiers, tous identiques, par exemple des vendeurs de produits financiers, qui ont une fonction d'utilité linéaire en fonction du revenu (et qui sont donc

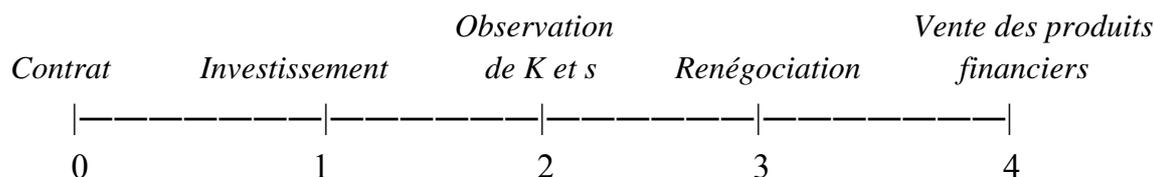
⁶ Le modèle de Grout ne s'inscrit pas toutefois dans la filiation de l'étude des coûts de transaction à la Williamson, mais dans celle des négociations collectives : son article ne cite d'ailleurs pas les représentants de la première tradition. Dans son texte, il compare deux régimes de relations syndicales, le régime américain, où les syndicats s'engagent à ne pas renégocier un accord avant une certaine date, et l'Angleterre, où un employeur ne peut pas poursuivre un syndicat qui renégocie. En cas d'investissement spécifique de l'entreprise, une partie du profit de l'investissement peut-être capturée par le syndicat. L'entreprise sera alors conduite à sous-investir.

⁷ Dans la stylisation de Malcomson, le contexte est purement bilatéral. Il n'y a pas d'alternatives possibles, ni autres firmes, ni autres employés.

neutres au risque). L'entreprise, également neutre au risque, a pour fonction de profit $\pi(L,K,s)$, qui dépend de la quantité de vendeurs, du montant de capital investi K dans la production et la commercialisation des produits financiers⁸, et de s , « l'état du monde », phénomène multidimensionnel qui dépend à la fois de la conjoncture de marché (cours, volume), du degré de compétition sur le marché, de l'adéquation entre la modélisation des risques par l'entreprise et leur déroulement, etc. Ce profit peut être reformulé comme la différence entre la vente des produits financiers $F(L,K,s)$ et le coût des *inputs*, coûts des salaires $\omega.L$ et coût de l'investissement $r.K$.

$$\pi(L,K,s)=F(L,K,s) - \omega.L - r.K \quad (1)$$

La négociation avec un salarié se produit de la manière suivante. À la date 0, le salarié et l'entreprise signent un contrat. La relation ne faisant que commencer, il n'y a pas de rente liée à celle-ci. À la date 1, la firme investit le montant de capital K . Elle ne peut toutefois pas s'engager à la date 0 de manière crédible sur le montant exact qu'elle va investir car le montant de capital investi sous des formes plurielles (démarchage, marketing, formation des salariés, investissement matériel) est à la fois trop complexe à déterminer dans le contrat et difficile à faire vérifier par une partie extérieure. De même, les états du monde sont difficiles à la fois à décrire (il n'existe pas de nomenclature *a priori*) et à faire vérifier par une partie extérieure. Le contrat du travail sera donc « incomplet » au sens où il ne pourra contenir de clauses indexées directement ni sur la nature et le montant des investissements réalisés, ni sur une liste d'états du monde.



À la date 2, le salarié observe à la fois le capital investi K et l'état du monde s . Sur cette base, il peut renégocier son salaire à la date 3⁹. Pour simplifier, la renégociation se fait à capital et à emploi fixés. Elle porte alors uniquement sur le salaire ω_R de la dernière partie de la période. Au moment de la renégociation, le salarié peut menacer de partir dans une autre entreprise. Le *hold-up* repose sur deux mécanismes : la *transférabilité* du capital et sa *spécificité*. En partant le salarié emporte avec lui non seulement sa personne mais aussi une partie des actifs de l'entreprise, par exemple une partie des clients (les types d'actifs transférables seront discutés dans la partie suivante de ce texte)¹⁰. Il peut ainsi revendre à un autre employeur une fraction γ des résultats, soit $\gamma.F(L,K,s)/L$. Lorsque le salarié s'en va,

⁸ On pourrait aussi considérer que l'investissement est à la fois le fait de l'entreprise et du salarié (apprentissage de la manipulation des actifs), comme le font certains articles (Rajan, Zingales, 1998, 2001). Cette sophistication conduit surtout à modifier le montant de l'investissement effectué, en particulier par le salarié, voire à introduire l'idée que l'entreprise peut avoir intérêt à laisser au salarié une certaine maîtrise des actifs (pour qu'il fasse les investissements en capital humain qui sinon n'auraient pas lieu). Toutefois, elle ne modifie pas les conclusions qualitatives sur la capacité des salariés à capturer ainsi des rentes.

⁹ La renégociation est ici, dans le modèle, un phénomène symétrique et peut être conduite à l'initiative de l'une ou l'autre des parties. À la limite, si la rentabilité et la transférabilité sont faibles et le coût de mobilité est grand, l'entreprise pourrait alors initier une négociation défavorable au salarié. Mais c'est évidemment le cas inverse qui nous intéresse ici.

¹⁰ De nombreux modèles de *hold-up* ne se concentrent que sur le problème de la spécificité. S'il y a seulement spécificité, il n'y a pas de distinction entre un salarié qui part pour travailler chez un concurrent et un salarié qui arrête de travailler (ou qui change totalement d'activité). Le pouvoir du salarié s'exerce seulement sur sa capacité à mettre fin à et à déprécier une relation de valeur. Mais la menace de cessation de relation est moins efficace car son option de sortie ne lui apporte rien.

l'entreprise, elle, ne conserve qu'une fraction β des résultats, soit $\beta.F(L,K,s)/L$, d'une part parce qu'une partie de ceux-ci est redéployée à l'extérieur, d'autre part en raison des coûts de désorganisation et de réapprentissage des techniques et routines par un autre salarié.

Pour estimer l'issue de la renégociation, on utilise un équilibre de Nash généralisé, équilibre qui correspond à un modèle de Rubinstein, où les deux parties font des propositions et des contre-propositions successives tandis que la rente bilatérale diminue à chaque tour¹¹. En cas d'échec de la négociation à la date 3, le salarié peut obtenir $[w.t_{3-4} + \gamma.F(L,K,s)/L]$ ailleurs, c'est-à-dire le salaire de marché w sur la durée restante t_{3-4} plus une partie γ des résultats qu'il « vend » à son nouvel employeur. Il devra cependant subir un coût synchrétique de mobilité C (coût du risque, coût psychologique, coût d'apprentissage de la nouvelle organisation, etc.). De même, en cas de rupture de la négociation, l'entreprise touchera une fraction β de la vente des produits financiers. La solution de Nash peut s'écrire de la manière suivante :

$$\text{Max}_{\omega_R} (\omega_R - (w.t_{3-4} + \gamma.F(L,K,s)/L - C))^\alpha . (F(L,K,s)/L - \omega_R - \beta.F(L,K,s)/L)^{1-\alpha} \quad (2)$$

On trouve la solution de ce programme en annulant la dérivée de l'expression (2) en ω_R :

$$\omega_R^* = (w.t_{3-4} + \gamma.F(L,K,s)/L - C) + \alpha . ((1 - \beta - \gamma).F(L,K,s)/L - w.t_{3-4} + C) \quad (3)$$

La résolution du processus de négociation avec la solution de Nash généralisée permet de se faire une idée du type de rémunération que l'opérateur financier renégocie ici. Le salarié touche à la fois la rémunération de son option extérieure (salaire de marché plus vente des résultats redéployables) défalquée du coût de la mobilité $[w.t_{3-4} + \gamma.F(L,K,s)/L - C]$, et en fonction de son pouvoir de négociation, une partie de la rente résiduelle de la poursuite de la relation $[\alpha.(1 - \beta - \gamma).F(L,K,s)/L - w.t_{3-4} + C]$.

Dans notre présentation, le pouvoir de *hold-up* du salarié ne réside pas seulement dans son pouvoir intrinsèque de négociation α , élément exogène et *ad hoc*, mais sur sa capacité à capturer une partie de l'investissement et à le redéployer ailleurs. Ainsi, quand bien même α serait nul, le salarié capture au minimum la fraction γ des recettes.

La rémunération du salarié sur toute la période est donc égale à $(\omega_0 + \omega_R)$. La rente touchée par le salarié dépend donc du mode de fixation de ω_0 . Si l'entreprise n'a pas anticipé la configuration de *hold-up* à la date 0, soit qu'elle n'anticipe pas leur opportunisme, soit qu'elle n'anticipe pas du tout le double effet de transférabilité des actifs pour les salariés et de spécificité pour l'entreprise, la rente captée par surprise par le salarié sera alors maximale, à la fois parce qu'elle verse au salarié, en date 0, le salaire de marché w et parce que le niveau d'investissement est alors maximal¹² :

$$\omega = w.t_{0-4} + \gamma.F(L,K,s)/L - C + \alpha . ((1 - \beta - \gamma).F(L,K,s)/L - w.t_{3-4} + C) \quad (4)$$

¹¹ La résolution de ce problème se fait de la manière suivante. On cherche la solution de la négociation qui maximise le produit (pondéré par le pouvoir de négociation α) des différences pour les deux joueurs entre la valeur d'une solution et la valeur d'un échec de la négociation :

$\text{Max}_{\text{en solution}} (U_{\text{solution}} - U_{\text{échec}})^\alpha (V_{\text{solution}} - V_{\text{échec}})^{1-\alpha}$. Rubinstein a montré que le coefficient α de la solution axiomatique de Nash est égale à $r_1/(r_1+r_2)$ dans l'approche stratégique où r_1 représente le taux de préférence pour le présent du joueur 1 et r_2 le taux de préférence pour le présent du joueur 2 (Cahuc, Zybelberg, 1996 : 301-310).

¹² Nous discuterons plus loin des conséquences de l'anticipation.

La première conséquence¹³, la plus importante pour nous, du modèle du *hold-up*, tel que nous l'avons développé dans ce cadre particulier, est d'illustrer pourquoi les opérateurs financiers peuvent constituer un micro-marché dont le niveau est déconnecté par rapport aux autres marchés du travail. Ce marché n'est pas seulement un marché de personnes mais aussi un marché de transferts d'actifs, capturés par les opérateurs financiers, mais générés par l'investissement d'une collectivité, que nous avons ici modélisée comme « l'entreprise », mais qui comprend autant les autres salariés que le président ou les actionnaires.

2.2. Les limites des protections

Que se passe-t-il si l'entreprise anticipe le pouvoir de *hold-up* de la part de son salarié ? L'entreprise peut-elle se protéger du pouvoir de transfert et de négociation que risque d'obtenir le salarié en acquérant la maîtrise de certains actifs clés ? Nous examinons ainsi deux sortes de protections, tant sur le plan théorique que sur le plan empirique, le dépôt d'une caution – argument souvent invoqué dans la littérature économique mais jamais observé empiriquement – et l'utilisation des clauses de non-concurrence, plus fréquemment pratiquées.

2.2.1. Le modèle du dépôt d'une caution

Un des points que nous avons laissé en suspens jusqu'à présent concerne la fixation du salaire d'embauche. En effet, si l'entreprise sait que le salarié embauché va acquérir un fort pouvoir de négociation interne, elle pourrait prendre les devants et lui vendre à la date 0 le pouvoir de négociation que le salarié va acquérir en date 3.

Plaçons-nous un instant dans un univers, cas irréaliste, sans aucune réglementation. L'entreprise pourrait, profitant de l'absence de rente bilatérale et donc de pouvoir de négociation en 0, proposer au salarié un contrat de la forme suivante : le salarié payerait à la date 0, un important dépôt D^{14} , une sorte de caution, et récupérerait cette somme à la date 4, s'il est toujours dans l'entreprise. À la date 3, si le montant de ce dépôt est bien profilé, le salarié n'aurait pas intérêt à menacer de partir à l'extérieur (il risquerait alors de perdre son dépôt). Dans ce cas, perdant son pouvoir de négociation, le salarié toucherait uniquement le salaire de marché et aucune prime en plus.

La première difficulté, dans un univers d'incertitude radicale, consiste à définir le montant de ce dépôt. S'il est inférieur au montant que le salarié peut capturer en partant ailleurs, le salarié gagnera à imposer une renégociation en agitant la menace d'un départ. Mais inversement, s'il est supérieur à ce montant, l'entreprise peut profiter de cette situation pour renégocier à sa faveur le contrat de travail.

Par conséquent, il n'est pas forcément facile d'obtenir que le salarié s'engage à payer un tel montant, très élevé. Un tel paiement le placerait dans une situation de grande fragilité par rapport à l'entreprise. Il payerait à l'avance pour un investissement K qui n'est pas certain et

¹³ La deuxième conséquence du modèle de *hold-up*, celle qui en général suscite le plus d'attention, c'est de conduire à des niveaux d'investissement (Hart, Moore, 1988), et dans certains cas d'emplois, inférieurs aux niveaux optimaux (Cahuc, Zylberberg, 1996 : 332-333).

¹⁴ On trouve en économie du travail une discussion similaire sur le rôle des primes de licenciement. Certains auteurs néoclassiques considèrent que celles-ci sont « neutres », car il est toujours possible de faire payer au salarié un dépôt en début de relation salariale pour sa prime de licenciement future. Toutefois, dès lors que l'on se place comme Cahuc et Zylberberg dans un univers économique globalement inefficace, ce résultat ne tient plus (Cahuc, Zylberberg, 1999).

sur lequel il est impossible de s'engager contractuellement (en raison de la trop grande difficulté à le décrire et à décrire l'ensemble des états du monde dans lequel il prend sa valeur). Si l'investissement K réalisé en nature et en montant n'est pas celui escompté, la proportion des gains qu'il en tirera sera différente de ce qu'il attendait. Ce dernier problème d'engagement sera d'autant plus grand que dans le monde économique concret, loin de notre stylisation, les entreprises et les investissements sont complexes et les salariés différents les uns des autres. Comment pourrait-on faire payer un salarié pour qu'il accepte de devenir vendeur d'obligations convertibles françaises (en échange d'une partie des gains) quand l'entreprise ne peut s'engager sur le type d'investissement qu'elle réalisera au final ? Tout d'abord, investira-t-elle ou investira-t-elle pas ? Ensuite, investira-t-elle beaucoup dans les *process*, dans la qualité d'exécution et de règlement livraison – ce qui diminue le pouvoir de négociation global du vendeur –, ou au contraire dans la séduction des clients (caisses de vin, matchs de foot, restaurants), qui au contraire augmente le pouvoir de négociation global du salarié. L'opportunisme de l'entreprise en cette matière n'est pas absent : il arrive ainsi parfois que pour séduire la personne qu'elle recrute, le chef de *desk* ou le chef de salle promette des « développements » qui au final ne se réalisent pas – ce qui laisse au salarié un certain sentiment d'amertume (même si on ne fait pas payer au salarié son poste)¹⁵.

Pour pouvoir s'engager dans un tel contrat et éviter une rupture de contrat opportuniste de la part de l'entreprise, il faut que le salarié soit sûr de récupérer le dépôt D si l'entreprise le licencie avant le terme (la date 4). Mais la frontière entre un licenciement et une démission, et partant entre une renégociation à l'initiative du salarié et une renégociation à l'initiative de l'entreprise, est difficile à tracer. Un salarié prévoyant cherchera aussi à se préserver de toutes les techniques de contrainte à la démission (placard, harcèlement moral, mutation, dégradation des conditions de travail) qui existent dans l'entreprise, en essayant de récupérer le dépôt D à toute rupture du contrat de travail quelles qu'en soient les causes. Mais, dans un tel cas, le dépôt ne jouerait plus du tout son rôle d'incitation pour le salarié à ne pas commettre de *hold-up*. Ainsi, sans mettre en œuvre exactement la technique du dépôt, certaines banques anglo-saxonnes versent les bonus sous formes d'actions ou de stock-options que le salarié ne peut toucher qu'au bout de plusieurs années s'il n'a pas démissionné de l'entreprise. Cette protection pousse certains opérateurs financiers sur le départ à chercher le licenciement (afin de récupérer les bonus) plutôt qu'à se résoudre à une démission franche. Un *trader* dérivés actions, grâce à la menace crédible d'une intervention juridique de son père, directeur d'un des plus gros cabinets d'avocats de Paris, avait obtenu le droit d'être licencié et de récupérer surtout les deux millions de dollars d'actions et de stock-options accumulés, libérés par ce départ « non volontaire », pour fonder un *hedge-fund* concurrent de son ancienne banque.

Nous pensons donc qu'il existe des obstacles importants, qui prévalent même dans un univers totalement déréglementé, à l'engagement d'un salarié à signer un contrat de travail où on lui ferait payer à l'avance l'investissement qu'il pourrait capturer de par sa position future dans l'organisation du travail¹⁶.

¹⁵ Un courtier en devises rapporte ainsi comment il a suivi un « copain », chez un autre courtier et s'est finalement laissé mystifier par les perspectives de développement. « Je suis parti moins cher que ce que j'avais (fixe plus pourcentage) avec l'idée que, comme on allait développer le service, mon pourcentage allait exploser. (...) C'est vrai que je suis parti en me laissant bluffer sur des possibilités de développement. C'est vrai que j'ai bien voulu l'entendre. Je suis un grand naïf ! ». Sa contribution à l'investissement qui n'a pas eu lieu a toutefois été modique, puisqu'elle se limitait à une légère baisse de salaire (partiellement compensée par sa « meilleure année » deux ans plus tard).

¹⁶ Sur ce point, on pourra voir aussi la démonstration de sous-optimalité des relations contractuelles en cas de double investissement spécifique par Hart et Moore (1988).

En outre, un univers économique globalement inefficace pourrait limiter la place de l'effort de financement partiel à la date 0. Les salariés sont confrontés à un rationnement du crédit : il est rare que les banques prêtent des montants importants s'il n'existe pas de caution. La législation sociale sur le contrat de travail empêche les employeurs de faire payer aux salariés leur poste et les oblige à payer des salaires de première période supérieurs aux salaires minimums de branche. D'autres formes contractuelles comme des contrats de franchise ou de vente pourraient être requalifiés par les tribunaux en contrat de travail si la subordination de l'opérateur financier à l'entreprise est avérée.

Enfin, si l'on tient compte de la rationalité limitée des acteurs économiques ordinaires et du coût intellectuel et économique de la recherche de solutions contractuelles – dans un univers économique changeant –, on comprend que finalement peu d'énergie soit déployée dans la recherche d'amélioration des contrats initiaux pour les débutants dans le monde de la finance. À Banque_B, lorsqu'un *junior* d'une grande école était embauché, la gestionnaire de cadres des Ressources humaines ouvrait son cahier avec la grille des salaires offerts à l'embauche, et appliquait les tarifs¹⁷ que le prétendant postule à un poste de *back-office*, *middle-office*, *front-office*, ingénieur financier, contrôleur des risques, etc., autant de postes où les risques de redéploiement sont très différents. Il est vrai que, dans les marchés financiers, l'obtention d'un premier poste suppose comme prérequis d'avoir effectué le plus souvent un stage, parfois un CSNE¹⁸, ou plus rarement des périodes d'intérim, dans une salle de marché. Les stages varient de deux ou trois mois à taux plein, à un an à mi-temps en alternance avec la poursuite des études au cours de la dernière année d'école¹⁹. Dans la salle de marché de la Compagnie Universelle, nous comptons ainsi 10 % de stagiaires (Godechot, 2001), stagiaires dont la capacité de travail était fortement utilisée pour une rémunération en général moitié inférieure à celle à laquelle ils allaient pouvoir prétendre au cours de leur premier emploi. Cependant, d'après les étudiants de l'ENSAE, les banques et les institutions financières étaient les entreprises qui rémunéraient le mieux leurs stagiaires. Aussi, quand bien même le stage comme première étape de l'emploi y est plus généralisé que dans les autres secteurs et dure plus longtemps, quand bien même il génère peut-être une intensité de travail supérieure à celle ayant cours dans d'autres secteurs, il n'en reste pas moins que les salariés ne paient qu'une part très modique de l'investissement fait en eux et qu'ils vont pouvoir capturer.

2.2.2. Les clauses de non-concurrence

Si l'on ne peut faire payer le salarié en date 0 le prix de son pouvoir de négociation acquis dans la relation d'emploi, il est peut-être possible de le faire payer en fin de période. Un moyen pour cela est de faire payer la rupture du contrat de travail au salarié grâce à une clause de non-concurrence. Celle-ci protège plus l'entreprise des risques de transfert d'actifs que du problème de spécificité (perte de valeur en cas de rupture de la relation). La clause de

¹⁷ Au mois de juin et juillet 2000, les gestionnaires de cadres avaient chacun un petit classeur contenant des feuilles envoyées par les centraux, datées du 1^{er} juin 2000 où l'on pouvait lire les fourchettes de salaire d'embauche des débutants pour les principales formations : Polytechnique 225-250 KF, ESCP, HEC, ESSEC, 215-235 KF, etc. Les gestionnaires de cadres se plaignaient plutôt du fait que le document ne soit pas suffisamment à jour et qu'ils soient dans l'obligation de déroger (à la hausse) aux fourchettes proposées.

¹⁸ Coopérant du Service National en Entreprises (avant la suppression du service militaire en 2001).

¹⁹ À l'ENSAE, à la fin des années 1990, travailler à mi-temps au cours de la troisième année d'école était ainsi très fréquent. Le programme des études était d'ailleurs explicitement conçu pour permettre une telle formation en alternance.

non-concurrence ne sera efficace pour l'entreprise que dans la mesure où sa transgression est suffisamment coûteuse pour le salarié que ce soit sur le plan moral, pénal ou financier. Si la clause de non-concurrence ne spécifie qu'une taxe fixe T en cas de départ anticipée vers une autre entreprise, alors cette taxe fixe doit être supérieure ou égale au maximum des gains que le salarié peut capturer en menaçant de quitter l'entreprise. Ou, si tel n'est pas le cas, l'entreprise devrait se réserver la possibilité de pouvoir poursuivre en plus le salarié à hauteur des dommages commerciaux attendus²⁰. On trouve dans certains modèles de clause de non-concurrence la combinaison, en cas de rupture, d'une somme forfaitaire et de la réparation du préjudice subi.

Avec un tel type de contrat signé à la date 0, l'entreprise pourrait alors se protéger efficacement contre le risque de *hold-up* et se contenter de ne payer aux salariés que le salaire de marché. Toutefois, les contrats de travail comportant des clauses de non-concurrence sont très rares dans l'industrie financière. Sans doute n'est-il pas évident d'obtenir l'engagement du salarié dans ce type de contrat où, volontairement, il limite sa liberté alors que l'entreprise est loin d'en faire autant, voire même pourrait exploiter à son propre profit la restriction de liberté qu'elle impose au salarié. Mais la raison principale de ce faible recours aux clauses de non-concurrence tient plus à l'histoire du secteur (l'inertie des pratiques contractuelles ne comportant pas de clauses de non-concurrence) et surtout à la difficulté à rendre de telles clauses contractuelles exécutoires par les tribunaux.

Les clauses de non-concurrence sont souvent d'une légitimité et d'une légalité problématiques dans les sociétés économiques libérales. Elles rendent saillantes le conflit entre la liberté de travailler, une des assises fondamentales du droit du travail, et la liberté de contracter, une autre assise du droit civil. Dans certains États, par exemple en Californie, de telles clauses sont nulles (Casper, 1999, p. 19). D'autres États les tolèrent mais en réglementent strictement la portée et subordonnent la liberté contractuelle à des principes d'ordre public comme la liberté du travail, souvent considérée comme un droit de l'homme fondamental. Une trop grande portée de ces clauses, paraphées par exemple par un salarié peu averti et informé, pourrait le placer dans une situation proche de l'esclavage.

En France, les clauses de non-concurrence doivent être indispensables à la protection des intérêts légitimes de l'entreprise, être limitées dans le temps, être limitées dans l'espace, tenir compte de la spécificité de l'emploi du salarié (*i.e.* la clause doit permettre l'exercice du métier) et, depuis l'arrêt de la cour de cassation du 10 juillet 2002, faire l'objet d'une contrepartie financière (Vatinet, 2002). La législation ne donne comme guide que des principes très généraux qui ne sont pas spécifiés. Dans la pratique, l'espace se compte plutôt en départements et la durée en mois (6, 12 ou plus souvent 24, plus rarement au-delà). L'examen de la proportionnalité de la clause, de l'adéquation des spécifications concrètes avec les principes, est laissé au juge. L'entreprise qui fait signer des clauses de non-concurrence doit donc anticiper des coûts juridiques. Si le critère de temps est adapté à la protection des actifs de l'entreprise contre le *hold-up* (deux ans étant une période suffisante pour la dévaluation quasi totale de ces actifs sans usage), deux limitations des clauses de concurrence peuvent empêcher de rendre les clauses de non-concurrence exécutoires dans l'industrie financière : la protection de la spécificité du métier et la limitation dans l'espace.

²⁰ Voir par exemple les travaux de Edlin et Reichelstein (1996) sur l'efficacité des contrats permettant de facturer à hauteur des dommages commerciaux attendus.

La première limitation signifie que l'on ne peut interdire à un salarié d'exercer son métier²¹. Tout dépend donc de la manière de définir le métier. Dans l'industrie financière, le métier est défini non seulement par l'activité mais aussi par les produits sur lesquels elle s'exerce. Un *trader* d'obligations convertibles n'est ni un *trader* d'obligations ni un *trader* d'actions. Peut-être sera-t-il même possible à un *trader* d'obligations convertibles françaises de plaider qu'on l'empêche d'exercer son métier même si on restreint sa clause aux seules obligations convertibles françaises. En outre, quand la restriction porte sur certains produits et sur certains clients seulement, son respect n'est pas toujours aisé à vérifier.

La limitation dans l'espace devient de plus en plus difficile à faire appliquer dans un monde où les activités financières sont à la pointe de la globalisation. En général la limitation dans l'espace signifie que la clause de concurrence ne peut aller au-delà du territoire national. En Europe, la plus grande partie des activités financières européennes peut être exécutée à partir de l'une ou l'autre des localisations suivantes : Paris, Londres, Francfort, Amsterdam. Une partie plus restreinte est même réalisée à partir d'implantations américaines (ou japonaises), mais rencontre des limites liées aux différences de fuseaux horaires. Aussi, pour être véritablement efficace une clause de non-concurrence ne devrait pas comprendre de restriction spatiale. Mais, dans le cadre de la législation actuelle, ce type de clause n'aurait alors que peu de chances d'être rendu exécutoire par un tribunal. C'est ainsi qu'une importante équipe, d'une grande banque d'affaire française, spécialisée dans des opérations structurées, qui était soumise à Londres à des clauses de non-concurrence a démissionné collectivement en 2001 pour fonder une société financière concurrente à Dublin en Irlande, où de telles clauses n'avaient évidemment plus cours.

Globalement dans le monde anglo-saxon, le recours aux clauses de non-concurrence est assez rare (Casper, 1999, p. 19). La liberté de travail est vue comme le pendant de la liberté de licenciement. En Europe continentale, il semble que le recours aux clauses de non-concurrence soit en général plus développé. Pourtant dans l'industrie financière, sans être inconnues, elles restent peu développées. Une chasseuse de tête interrogée n'en rencontrait presque jamais. Une gestionnaire de cadres de Banque_B me rapporte que, jusqu'en 2001, ils n'en signaient jamais pour deux raisons : d'une part, la direction des salles n'en exprimait pas le besoin, d'autre part, les services juridiques de la banque déconseillait l'adoption de telles clauses en raison des risques trop grands d'invalidation par les Prud'hommes. Une des raisons possibles du manque d'intérêt de la direction des salles pour ce genre de spécificité contractuelle, outre l'absence historique de précédent, peut venir du rapport ambivalent de ses chefs aux clauses de non-concurrence. Tout d'abord, l'entreprise pourrait dans la foulée leur imposer ces clauses en même temps qu'à leurs subordonnés. Ensuite, l'imposition de ces clauses aux seuls subordonnés ne leur est pas forcément favorable. Certes, ils se protègent ainsi contre le départ de ceux-ci, mais ils limitent considérablement leur propre pouvoir de négociation qui consiste à menacer de partir implicitement avec leurs subordonnés.

D'après cette gestionnaire de cadres, contactée fin 2003, le directeur du département des produits dérivés actions aurait commencé, à partir de la crise, à imposer des clauses de non-concurrence. Après plusieurs essais, elles sont mises en place fin novembre pour les nouveaux cadres embauchés dans la banque d'investissement, *traders*, vendeurs, ingénieurs financiers, informaticiens, cadres des fonctions supports. Les juristes de la banque,

²¹ L'arrêt de la cour de cassation du 18 septembre 2002 établit qu'un juge peut réduire la portée d'une clause de concurrence si celle-ci empêche un « salarié d'exercer une activité conforme à sa formation et à son expérience professionnelle, en restreindre l'application en en limitant l'effet dans le temps, l'espace ou ses autres modalités » (Vatinet, 2002b).

pusillanimes selon la gestionnaire de cadres, ont restreint volontairement l'ampleur des limitations. La limitation dans le temps est de six mois et la restriction spatiale concerne l'Île-de-France. Les personnes recrutées avant novembre 2002 n'y sont pas soumises. Pour l'instant, alors même qu'il y a eu des démissions, la banque n'a jamais utilisé ces clauses. Vu la capacité des opérateurs financiers à recourir à des juristes ou même à des syndicats pour défendre leurs intérêts, vu les intérêts en jeu pour les sociétés de chasse de tête, il est douteux que les clauses de non-concurrence mettent fin au phénomène du *hold-up* et à la déconnexion du marché du travail financier par rapport aux autres marchés financiers. Elles peuvent tout au plus freiner le phénomène, allonger les circuits de circulation envisagés et substituer des transferts Paris-Londres-Paris aux transferts Paris-Paris.

Au final, même si la mise en œuvre des deux types de protections envisagées, le dépôt d'une caution et la clause de non-concurrence, est susceptible d'avoir des effets (que les banques ne commencent à reconnaître et expérimenter que depuis peu), elle rencontre des limites et ne semble guère assurer une protection totale des actifs de l'entreprise et empêcher l'appropriation d'une rente salariale par les opérateurs financiers en charge de ces actifs. Le processus d'individuation, à l'œuvre dans le travail et la comptabilité, n'est sans doute pas le moindre des obstacles à la recherche de protection. En effet, les actes continus de cession d'actifs clés au salarié tendent à être progressivement oubliés et même si on peut s'offusquer du rapport de force que ce dernier impose, on ne lui attribue pas moins le mérite du résultat. « Il les a gagnés ! Il les a mérités ! », s'exclame ainsi le chef du *back-office* de Banque A à propos du chef de la salle des dérivés actions, alors même qu'il est une des premières victimes de sa montée en puissance. La hiérarchie symbolique des mérites attribués aux personnes confirme en même temps qu'elle contribue à voiler les fondements économiques de cette domination. Mais, quand bien même la vérité de cet échange économique inégal apparaîtrait au grand jour, il serait difficile pour les acteurs de s'en protéger.

3. LE MARCHÉ DU TRAVAIL COMME TRANSFERT D'ACTIFS

Dans le modèle développé au-dessus, nous faisons, pour simplifier, de la renégociation une issue automatique. Il est vrai que la renégociation est dans cet univers très courante et elle n'est pas vue comme une marque de déloyauté. Les chasseurs de tête savent que, dans l'industrie financière, de telles pratiques sont habituelles et qu'un processus de recrutement bien entamé peut être annihilé par une renégociation de dernière minute avec un ancien employeur²². Un directeur d'un cabinet de chasse de tête spécialisé en finance évoque en l'air le chiffre d'un salarié sur dix qui renégocie avec son ancien employeur plutôt que d'aller travailler chez son nouvel employeur. La possibilité de renégocier joue un rôle structurant sur ce marché du travail mais elle n'est pas pour autant systématique. Il peut arriver que les deux entreprises aient une évaluation divergente de la nature du transfert et que, dans ce cas, l'entreprise, que le salarié quitte ou menace de quitter, ne cherchera pas à rattraper son opérateur. Le plus souvent, le salarié démissionnaire répugne à se mettre aux enchères et préfère partir franchement plutôt que de se livrer à un processus de marchandage qui, même en finance, peut avoir une dimension déshonorante (transformation des rapports personnels

²² En cas d'échec, le processus de recrutement doit, en général, être repris sans financement supplémentaire (dans le cas des contrats les plus classiques). Signalons aussi que l'opportunisme de l'entreprise qui recrute n'est pas absent non plus. L'entretien d'embauche est aussi un moyen de soutirer des informations et de savoir ce que font les concurrents. Il peut être organisé à cette seule fin d'obtention d'information et non pour proposer le poste réel.

en rapport de marchandage). La renégociation quand elle a lieu est en fait le plus souvent à l'initiative de l'entreprise, c'est-à-dire des anciens supérieurs. Aussi, pour toutes ces raisons, le marché du travail est très actif, les transferts fréquents. Dans *Les Traders*, nous avons évalué à 56 % le nombre de salariés qui n'étaient plus dans la salle de marché au bout de deux ans et demi (mais une partie pouvait être en expatriation). Sur la base des données de Banque_D, on peut évaluer à 16-17 %, le nombre de *traders* et vendeurs qui ont quitté Banque_D au cours de l'année 1999, année d'expansion pendant laquelle le recrutement était important. En bref, nous pouvons estimer qu'en trois ou quatre ans, la moitié des opérateurs financiers change d'employeurs²³. Ce marché du travail est donc particulièrement actif. Mais son activité florissante ne doit pas faire croire qu'il serait le meilleur candidat à la représentation du marché du travail parfait.

Les opérateurs ne partent pas seuls. Lorsqu'ils démissionnent, ils partent avec leur corps, lieu de déposition d'un ensemble d'actifs qui leur donnent une grande valeur sur le marché du travail. Ils partent avec de l'information, des savoirs, des savoir-faire. Ils partent avec des clients. Ils partent avec des équipes. Ce marché du travail est donc fondamentalement double. Il est à la fois marché des personnes et marché de ce qui est emporté par les personnes. Ce qui fait la valeur du transfert doit plus être cherché dans les actifs transférés que dans les compétences intrinsèques des personnes qui portent ces actifs.

Charles Sanford, ancien PDG de *Bankers' Trust*, établit un constat fort proche lorsqu'il revient sur son expérience de transformation de la banque en banque de marché.

« The problem with having innovation and ideas at the center of your business as opposed to, say, automobiles, is that your capital is made up of people rather than physical inventory. **Your assets walk out the door** at the end of every day. And there is no copyright or patent protection available to ensure that employees cannot take their ideas and talents to another firm and start competing with you. This is especially easy on Wall Street because changing jobs often doesn't mean uprooting your family and leaving your friends. It simply means walking across the street. » (Sanford, 1996)

Pour bien comprendre en quoi le marché du travail est avant tout en finance un marché d'actifs, produits des investissements d'un collectif, expliquant ainsi sa décorrélation avec les marchés du travail environnant, nous allons d'abord détailler les différentes manières pour un individu de porter ces actifs. Nous verrons ensuite que le marché du travail est un moyen de faire des OPA à bon compte.

3.1. Les prolongements du corps

Les savoirs financiers sont les biens de production financiers qui sont sans conteste les plus incorporés. Dans la littérature scientifique, l'attention aux compétences, au capital humain, au cours des deux dernières décennies a eu plutôt pour conséquence la recherche de fondements individuels aux ordres sociaux. La médiation individuelle, génératrice certes d'individuation, de croyance dans l'origine individuelle du profit et de légitimation de sa réclamation et de sa capture, doit bien être analysée dans toutes ses implications. Pour autant, ne doit pas être oubliée l'origine collective de la constitution de ce savoir individualisé, appris

²³ On peut comparer avec ce qui se passe dans la société française : 35,4 % des hommes et 33,6 % des femmes ont changé d'emploi en cinq ans entre 1988 et 1993 (Chapoulie, 2000). L'enquête FQP sur laquelle est fondée cette étude ne permet malheureusement pas de faire la part entre les changements d'emploi « volontaires » et « subis » (à la suite d'un licenciement ou consécutif à la mobilité du conjoint). Au sein de la population des opérateurs financiers, la grande majorité des départs sont volontaires.

par la pratique (*on the job training*) dans un environnement collectif. Et lorsqu'il faut juger de l'efficacité de la politique de rémunération reposant sur ce savoir individualisé, il faut alors demander si cette constitution du savoir a été payée par les personnes qui, grâce à cela, deviennent productives.

Nous avons décrit, dans *Les Traders* (Godechot, 2001), l'espace des stratégies gagnantes dans lequel se déploient les opérateurs financiers. Ces stratégies gagnantes sont des savoirs en grande partie pratiques (certains peuvent être certes très formalisés comme l'arbitrage mathématique, ce qui n'empêche pas la constitution d'un savoir pratique de mise en œuvre des modèles mathématiques). Les savoirs circulent dans la salle selon des modalités complexes. La salle de marché, avec son absence de cloison, son environnement bruyant, son absence d'intimité, constitue un bouillon explicite pour leur émergence. Le *morning meeting*, réunion matinale de marché, permet leur sédimentation. Mais la salle de marché n'est pas, loin de là, une société de communication idéale, où le savoir serait intégralement partagé. Deux comportements antithétiques jouent un rôle dans la constitution de ce savoir : la rétention de savoirs et sa divulgation distinctive. Comme dans nombre d'univers très compétitifs, savoir ce que d'autres ne savent pas encore est un atout. Mais révéler des savoirs à quelqu'un peut être aussi un moyen d'établir sur lui son autorité, de toucher toutes sortes de profits de distinction, bref de renforcer sa position dans la hiérarchie symbolique de la salle. Si les opérateurs financiers renâclent à partager des savoirs ou de l'information avec des collègues des autres *desks*, les relations de rivalité pour l'autorité entre opérateurs *seniors* (lors des possibles joutes du *morning meeting*) mais aussi d'amitié entre opérateurs, et surtout de mentor à initié – un *senior* au sein d'un *desk* introduisant un *junior* aux ficelles du métier en échange d'affection et de loyauté (Lewis, 1989, pp. 204-217) – en permettent la constitution collective.

Cette constitution indubitablement collective du savoir a d'autant plus de valeur pour un individu y ayant accès que ce savoir a partie liée avec une forme de pouvoir monopolistique et des rentes importantes associées à ce monopole durable. Pour se représenter la relation entre la capture d'un savoir collectif et le profit individuel, nous pouvons prendre comme exemple limite la diffusion d'un secret de valeur. Les stratégies financières peuvent être vues, pour simplifier, comme autant de petits secrets (d'inégale qualité) pour générer de l'argent : techniques d'arbitrage, invention et maîtrise d'un nouveau produit financier, formule d'arbitrage statistique, etc. Mais ces secrets productifs, dont la forme idéal-typique est le modèle d'arbitrage statistique, ne sont pas protégeables par un système de brevets et de droits d'auteurs, comme dans l'industrie pharmaceutique par exemple. L'exploitation de ce secret est potentiellement fragile et son exploitation éphémère. En effet, tout salarié qui prend connaissance du secret, quelle que soit sa contribution à sa découverte et sa productivité dans l'exploitation de celui-ci, peut revendre le secret à la valeur marginale de celui-ci à un concurrent et en entamer ainsi la productivité (Zabojnik, 2001). Lorsqu'un *trader* statisticien découvre une anomalie récurrente dans les cours (par exemple, une corrélation entre les cours de deux entreprises du même secteur) qui lui permette de former une prédiction, il gagnera de l'argent avec son « truc » tant que celui-ci restera secret. Sa diffusion élargie conduira par simple effet d'arbitrage à supprimer l'opportunité d'arbitrage²⁴. Un membre de son équipe en partant à la concurrence pourra vendre ce savoir lucratif à l'extérieur, en amplifier l'exploitation et en hâter la disparition. Cette concurrence sur le marché du travail contribue d'ailleurs fortement à la diffusion d'un savoir sur les opportunités d'arbitrage et à leur

²⁴ Les difficultés de LTCM commencèrent ainsi lorsque, connaissant son succès, de nombreuses institutions financières se mirent à imiter sa stratégie d'arbitrage (MacKenzie, 2003).

disparition : « Si je n'avais pas de concurrents, le modèle que j'avais fait il y a deux ans marcherait encore, ferait des profits incroyables encore aujourd'hui », s'exclame ainsi un *trader* spécialisé dans l'arbitrage statistique.

De même, la maîtrise d'un nouveau produit financier novateur est un type de savoir qui se rapproche de la connaissance du sésame ouvrant les portes de la caverne des brigands. Dans les premiers temps du lancement d'un nouveau produit sophistiqué comme une option exotique ou un produit structuré, la maîtrise des formules mathématiques de tarification, des logiciels de tarification dédiés, la connaissance du comportement pratique du produit et de sa sphère de diffusion et de valorisation donnent à l'équipe en charge du produit un pouvoir de monopole que l'un de ses membres pourra revendre à l'extérieur. La maîtrise de ces actifs stratégiques devient dans l'échange plus importante que la compétence intrinsèque de son porteur. Une chasseuse de tête se souvient ainsi que l'un de ses clients qui voulait embaucher un *trader* d'un produit particulier souhaitait que ce soit « une personne de [Banque_B] sinon rien », et « après que ce soit x ou y , il n'en avait rien à faire ». Banque_B dominait le marché sur ce type de produit et le meilleur moyen trouvé par sa concurrente pour y prendre pied était d'embaucher l'un de ses opérateurs.

Le transfert d'actifs incorporés, comme les savoirs, les techniques, les savoir-faire, se prolonge souvent par des transferts d'actifs plus extérieurs. Un *trader* spécialisé dans les obligations convertibles apporta, en 2002 chez son nouvel employeur, son ordinateur portable contenant les logiciels de tarification et de gestion des produits dérivés, ensemble de routines informatiques qu'il met alors à disposition de son nouveau *desk*. Les opérateurs financiers apportent toute une gamme d'actifs allant des savoirs pratiques aux connaissances techniques, des routines organisationnelles aux routines informatiques, des logiciels de tarification aux bases de données de clients, des collaborateurs aux clients. Si les *traders* se déplacent avec un ensemble disparate de savoirs marchands et de routines organisationnelles et informatiques, les vendeurs ont, eux, la réputation bien établie de transférer en même temps qu'eux leur carnet d'adresses. Disposant d'un monopole sur l'environnement extérieur (les clients), ces « marginaux sécants » de l'organisation (Crozier, Friedberg, 1977) s'attachent des clients (et par là les détachent de l'entreprise) en apprenant à leur fournir chaque jour au téléphone le type d'information le plus susceptible de retenir leur attention (allant des informations techniques sur les cours aux blagues en passant par les sujets de conversation sur les centres d'intérêts extraprofessionnels comme le sport ou le cinéma). Les analystes, en particulier les analystes *stars* dont la notoriété est le double produit complexe de la presse et de la communauté financière, apportent avec eux des clients et la notoriété (c'est-à-dire à la fois des clients virtuels mais aussi des « bonnes notes » et des « *good rankings* » lors des notations par les clients, dont l'incidence est grandissante sur l'orientation des flux de courtage). En allant des opérateurs financiers (*traders*, vendeurs) aux ingénieurs financiers, *quants*, contrôleurs de risques ou responsables de *back-office*, on passe insensiblement de salariés qui maîtrisent des actifs détachables et presque valorisables tels quels à l'extérieur, à des salariés qui s'ils ne sont pas dépourvus de connaissances, loin de là, maîtrisent une part moins grande d'actifs collectifs, tels une part de marché ou un client, ou maîtrisent des actifs comme des logiciels, des modèles mathématiques, des systèmes de règlement-livraison, qui ne sont que des rouages d'un ensemble organisationnel plus grand, les dépassant et par là difficilement transférables.

Concevoir le marché du travail comme un marché d'actifs permet ainsi de comprendre la hiérarchie financière des métiers et pourquoi, au sein des métiers d'opérateur financier, la valeur d'un métier fluctue, sinon avec le cours, du moins avec l'activité qui règne sur le micro-marché dont ils sont spécialistes.

3.2. Le départ collectif ou comment faire des OPA à bon compte

Les transferts sur le marché du travail ne prennent pas toujours la forme simple et paradigmatique d'une revente de la cachette du trésor. Comme le secret de la rente est complexe, qu'il repose sur des choses très disparates (clients, organisation, savoirs, savoir-faire, etc.), rares sont les cas où le transfert peut être un transfert net, sans déperdition de la totalité de l'actif initial par simple déplacement de la personne. Le départ collectif, en équipe déjà constituée, est un moyen de donner la plus grande valeur au transfert et de limiter la déperdition. La combinaison des éléments a plus de valeur que la somme des éléments séparés.

Cette caractéristique contribue à donner aux relations sociales, et en particulier aux relations de travail, une importance stratégique. On présente parfois l'industrie financière comme une jungle où règne la lutte de tous contre tous ou comme une bruyante juxtaposition de solitudes individuelles – motif souvent thématique dans le roman de Jean-Manuel Rozan (1999). La vision alternative, d'un univers de relations personnelles, de tuyaux et de copains, même si elle est parfois exagérée et mise au service d'une logique de dénonciation (les « mafias » de la finance), est en fait une caricature plus fidèle de l'univers financier.

Sans que le culte de l'amitié soit pour autant thématique, à mettre en série les entretiens, on ne peut qu'être frappé par la présence et l'importance des amitiés professionnelles et surtout (peut-être plus qu'ailleurs) leur incidence dans le fonctionnement du marché du travail²⁵. Même chez les opérateurs financiers qui disent conserver une très grande distance avec leur univers professionnel, se déprenant de toute assimilation avec leurs collègues et au-delà avec le monde mercantile, opportuniste et trivial de l'argent, on trouve toujours des amitiés de marché, qui jouent à la fois un rôle social, affectif et économique.

« Et nous faisons beaucoup d'argent, et l'ECU a vraiment décollé. C'était stupéfiant ! [...] On s'est fait approcher par une autre société. Quelqu'un que je connaissais, est venu me voir et me dire « Venez chez nous et faites de l'ECU ! ». Alors on était quatre, il y avait un gars qui s'appelait Burny, il y avait Dave, mon meilleur ami sur le marché, et Angus. [...] On a déjeuné ensemble et on a discuté. Parce que ça doublait nos salaires ! Ça nous donnait vraiment de belles voitures, et la possibilité de faire un voyage en Europe ! Alors, Oui, on a fini par accepter ! Et tous les quatre on y a été ! À ce moment j'étais genre à 17 ou 18 000 livres par an. Et ils m'offraient 40 000 livres pour que je vienne. » (Steve, vendeur d'ECU dans les années 1980 à Londres – Godechot, 2001, pp. 147-148)

La manière dont les relations sociales animent le marché du travail financier est particulièrement complexe. Les « liens faibles », dont l'importance a été soulignée par Mark Granovetter (1973), jouent bien sûr un rôle important. Ils contribuent à véhiculer une information singulière, originale, que les liens forts, aux contacts souvent redondants, sont moins enclins à véhiculer. Les relations avec les supérieurs ne sont pas toujours chaleureuses (elles le sont toutefois fréquemment). Dans ces métiers à structures hiérarchiques tassées (les maillons sont opérateurs, chefs d'équipe et chefs de salle), supérieurs et subordonnés sont potentiellement en concurrence. Les seconds attendent démission ou ascension des premiers qui, eux, peuvent éventuellement redouter coups de force ou démissions des seconds. On signale le franc parler, la langue crue des opérateurs financiers susceptibles de faire des remontrances dont la brutalité surprendrait dans tout autre secteur. Toutefois, si cette partie immergée de l'iceberg est particulièrement imposante et visible pour tout observateur habitué à une circulation plus univoque du mécontentement dans les hiérarchies des grandes

²⁵ L'amitié joue un rôle professionnel similaire dans les cabinets d'avocats (Lazega, 1992).

organisations, ce phénomène est aussi contrebalancé par l'importance de « conserver les formes ». Un démissionnaire sait que son ancien supérieur et *a fortiori* ses collègues, avec lesquels la relation n'est pas particulièrement chaleureuse, demeurent toujours des partenaires de marché, pour des transactions financières bien évidemment comme fournisseurs de produits, clients, contreparties futurs et aussi partenaires dans le fonctionnement du marché du travail. Sur le marché du travail, ils sont parfois mobilisés comme « source » par les cabinets de chasse de tête pour authentifier résultats et performances d'un de leurs collègues et donner leur avis sur sa personnalité. Et enfin, dans ces marchés finalement resserrés, on risque souvent de se croiser, se suivre et se retrouver, un, deux, trois ans plus tard dans une même structure de travail. En tant que vecteur de circulation de l'information, les liens faibles conservent donc sur ce marché du travail toute leur importance.

Toutefois, si les liens forts importent tant, en particulier les liens forts formés sur le tas, c'est en raison de leur efficacité productive²⁶. Les relations amicales de coproduction financière, au sein d'une même équipe, sont des modes économiques d'appariement productif. La familiarité, la connaissance commune, l'expérience commune des modes d'organisation, la connaissance des limites implicites des domaines de chacun, la confiance, la bienveillance coopérative et la limitation de la concurrence permettent à l'équipe, en tant qu'ensemble, une plus grande productivité et lui donne sur le marché du travail une capacité beaucoup plus grande à se mouvoir et à se vendre en tant qu'équipe²⁷.

Les récits de départs collectifs d'équipe, démissions en bloc, de regroupements échelonnés, de rachats d'équipe, bref de déplacements à plusieurs, réussis ou non, sont nombreux. Le *trader* obligations convertibles, venant d'une petite (à l'échelle des banques) société de bourse, essaya, bien avant son repli sur Banque_G à Londres, de partir avec son collègue ami de sa société de bourse négocier une embauche collective *via* l'entremise d'un chasseur de tête dans une banque qui était dépourvue d'activités obligations convertibles et qui souhaitait en acquérir une. « Monter un *desk*, c'est le rêve » de tout opérateur financier, expliquait-t-il. C'est se soustraire de la houlette du chef de *desk* en qui ils avaient une confiance très limitée, tout recréer soi-même sur une terre vierge, expérience intellectuelle à la fois excitante, rompant avec la répétitivité des transactions financières, et espérer des gains importants si l'activité décolle et se démultiplie, s'ils deviennent chefs d'équipes, de salles et de départements, bref entrepreneurs internes d'un champignon financier poussant sous leur pied. La négociation échoua là pour ce *trader*. S'étonnant que son chasseur ne lui donnât pas de nouvelles, il finit par apprendre que la banque en question avait acquis une équipe de Banque_C et les deux de la société de bourse ne trouvèrent des places à Londres que chacun de leur côté dans des équipes d'obligations convertibles déjà constituées, l'un dans une grande banque anglosaxonne, l'autre dans un *hedge fund*. Les relations fortes de coproduction financière sont un atout majeur non seulement pour partir collectivement dans une autre entreprise comme équipe déjà constituée mais aussi pour fonder de véritables

²⁶ La sociologie des réseaux a ainsi exploré les contextes organisationnels dans lesquels certaines formes de liens apportent des avantages : les liens faibles et les structures réticulaires poreuses valent plus lorsqu'il s'agit d'acquérir des ressources informationnelles, les liens forts et cohésifs importent lorsqu'il faut coopérer et construire une identité collective (Podolny, Baron, 1997).

²⁷ Ce phénomène apparaît aussi dans les firmes d'avocats : Emmanuel Lazega écrit ainsi « As many managing partners in law firms know, the importance of constraint at the group level is not necessarily an encouragement for management to create dense and permanent workgroups in collegial organizations. The existence of such groups is risky for the firm. They can threaten the firm with disintegration when entire teams consider themselves exploited...decide to defect, and take away with them part of the firm's human and social capital » (Lazega, 1999, 262).

entreprises financières, en particulier les *hedge funds*. Les bonus très élevés de la fin des années 1990 et une organisation financière favorable ont encouragé la formation de *hedge funds*, organisations, qui permettent de réaliser plus complètement encore l'autonomisation des opérateurs financiers, leur valorisation indépendante des actifs capturés dans l'organisation financière. Le *trader* dérivés actions cité ci-dessus, qui manœuvrait au printemps 2002 pour récupérer par l'entremise d'un licenciement un important montant d'actions, souhaitait fonder un *hedge fund* avec un ami de Banque_E (« ce qui m'intéresse c'est qu'on s'entend extrêmement bien ») et y embaucher une dizaine de collègues et amis de Banque_E²⁸.

Des relations fortes et cohésives permettent de constituer un noyau stable et mobile attirant à lui, de proche en proche, des chefs aux subordonnés, des subordonnés à leurs collègues et amis, l'ensemble de l'activité d'un département de marché. C'est pourquoi l'unité du management d'une salle de marché, la qualité des relations unissant un chef de salle à ses lieutenants directs a une si grande importance pour le pouvoir de négociation du chef. Si le *hold-up* des deux chefs mentionnés ci-dessus est si fructueux, c'est que ces deux chefs menaçaient, une fois aux commandes chez le concurrent, de réembaucher toutes leurs anciennes équipes, non pas qu'ils aient été amis nécessairement avec tous les *traders* et vendeurs de leurs salles, mais que suffisamment confiant dans la qualité de la relation les liant à leurs chefs de *desk*, et de même dans celle qui unit les chefs de *desk* à leurs subordonnés, ils pensaient pouvoir entraîner avec eux, sinon toute la salle, du moins, la partie la plus utile de la salle.

Le déplacement d'équipes, par rachat ou fondation d'entreprise, peut dans certains cas correspondre à de véritables déplacements d'activités, voire à des transferts d'entreprise. Le marché du travail peut ainsi faire figure d'alternative au marché des titres pour l'acquisition d'entreprises financières ou de certains de leurs départements. À la limite dans le cas d'actifs immatériels, lorsque l'ensemble des salariés quitte une entreprise pour une autre, c'est l'entreprise qui change de propriétaire sans que, pour autant, il n'y ait eu d'échange de titres sur le marché des actions. Luigi Zingales (2000 : 1641) rapporte un cas similaire dans le monde de la publicité. Lorsqu'en 1994, l'actionnaire principal de Saatchi et Saatchi, un fond de pension américain, refusa à Maurice Saatchi, le PDG, le droit de s'attribuer un généreux *package* de stock-options, les frères Saatchi quittèrent l'entreprise avec une grande partie du personnel pour fonder une société rivale, ce qui laissa leur ancienne entreprise, rebaptisée Cordiant, nettement affaiblie.

La chef du département de marché de Banque_A rapporte ainsi qu'une de ses équipes anglaises de *market making* démissionna en bloc pour Banque_B lorsqu'elle essaya de leur imposer un « RAROC seuil » sur la formule de bonus collective, un seuil de profit pour rémunérer le risque pris par le capital en deçà duquel l'équipe de *trading* ne touchait aucun bonus : « On a dit, “on va faire un RAROC seuil dans la formule de bonus”. Ils ont dit, “très bien !” et ils sont tous partis ! (...) Ils sont tous partis en bloc à [Banque_B] qui manquait de *market-makers* à l'époque... Ils sont tous partis, cinquante personnes. Même ceux qui étaient en vacances ont envoyé leur lettre de démission ». Dans *Homme de marché*, Jean-François Lepetit, ancien directeur général d'Indosuez, décrit de manière fort détaillée une opération de rachats d'équipes (Lepetit, 2002 : 115-117). En mars 1990, J.-F. Lepetit rencontra Richard Sandor à Paris à un cocktail. Ce dernier, suite à la faillite de Drexel Burnham Lambert, était

²⁸ De la même façon, l'équipe qui travaillait avec John Meriwether à LTCM était pour l'essentiel composée de ses anciens collègues de Salomon Brothers (MacKenzie, 2003).

en train de négocier avec une autre banque française le rachat clés en main de trois équipes – 60 personnes – qu'il dirigeait (la première dans les activités de swaps, la seconde dans les opérations structurées et la troisième dans le courtage des *futures* à Chicago). Considérant qu'Indosuez était déjà très active sur les produits dérivés, il la croyait moins demandeuse d'une reprise des équipes. R. Sandor proposa néanmoins à J.-F. Lepetit de faire affaire en un week-end avant de donner sa réponse à l'autre banque. Avec l'appui du PDG, il partit avec quelques collaborateurs et des avocats négocier un contrat « dans la plus belle tradition des opérations de fusions-acquisitions de Wall Street ».

« Le *coach* négociait avec nous ; quand un point était acquis, il sortait pour se concerter avec ses trois chefs d'équipe, lesquels prenaient ensuite contact avec leurs troupes. (...) Le dimanche, vers cinq heures de l'après-midi, j'appelais AJG pour lui dire que j'étais prêt à conclure sur la base de salaires et de bonus garantis pour deux ans de l'ordre d'une quarantaine de millions de dollars, montant totalement hors ligne de nos habitudes. Le contrat prévoyait aussi la répartition des bonus, pour lesquels les chefs d'équipes et surtout le *coach* avaient prévu pour eux-mêmes des préciputs impressionnants. » (Lepetit, 2002 : 117)

Quand nous l'interrogeâmes en 2001, il nous fit part aussi de cette histoire et rajouta à propos de cet accord : « J'ai pensé que j'avais fait une très bonne affaire, parce qu'effectivement, j'achetais un business et pas de *goodwill*²⁹ et que la seule chose que je payais c'était les gens ». Les rachats d'équipe décrits ici ont bien une dimension de rachat d'activités et ne sauraient être réduits à de simples embauches. La vente de l'équipe en tant qu'équipe déjà constituée et productive lui donne une bien plus grande valeur que la somme de transactions individuelles. Pour jouer de cet effet de levier, R. Sandor joue à la fois sur une relation de camaraderie avec J.-F. Lepetit (ils avaient déjà noué des relations de collaboration lors du lancement du département options d'Indosuez à New York au milieu des années 1980), sur la mise en concurrence de deux rivaux bancaires et sur le faible temps imparti à la négociation. Mais ce qui apparaît également décisif dans la transaction, c'est la centralisation des négociations. R. Sandor apporte et incarne le groupe et en tire un avantage à la fois pour le groupe tout entier et pour lui-même. Mais, lorsque un an plus tard ce rôle de fédérateur et apporteur d'équipes devient moins saillant, R. Sandor est démis par une révolte de ses lieutenants de la même façon qu'un chef des pirates trop gourmand lors du partage du butin pouvait, dit-on, être jeté par-dessus bord lors d'une révolte de ses hommes. « Le plus rigolo de l'histoire, c'est que Richard Sandor a été foutu dehors par qui. Pas par moi. Par ces types ! », précisa plus crûment J.-F. Lepetit lors de l'entretien. Pouvoir entraîner des équipes lors de mouvement de salariés sur le marché du travail n'empêche pas, bien au contraire, le représentant d'une des équipes subordonnées, une fois qu'il estime son heure venue, de chercher à jouer lui-même de son pouvoir d'entraînement à son avantage et au détriment du premier entremetteur. Sans avoir rien de militaires ou de féodales dans leur contenu et leur déroulement, les relations dans la finance ont ainsi des points communs avec les relations politiques militaires sous le haut Moyen Âge (Lebecq, 1990). Un ensemble relationnel et hiérarchisé donne certes un pouvoir, mais il n'est jamais à l'abri d'une félonie, d'un affaiblissement par scissiparité.

S'il est vrai que l'embauche collective peut être vue comme une forme de transfert d'activités, comme une autre façon de mener une politique d'acquisitions, comme une forme bon marché d'OPA, le gain de cette forme de transferts est peut-être moindre pour

²⁹ Le *goodwill* est un actif intangible qui donne un avantage compétitif, comme une marque, une réputation, etc. Lors d'une acquisition, le *goodwill* apparaîtra sur le bilan de l'acquéreur comme la différence entre le prix d'acquisition et le prix des actifs tangibles de l'entreprise acquise.

l'entreprise qui achète un groupe déjà constitué que pour le groupe qui jouit d'un pouvoir de monopole sur la rente de leur propre activité. En effet, en achetant une équipe déjà constituée, la firme intègre une équipe soudée dans un nouvel ensemble plus large avec lequel cette dernière partage moins de points de soudure qu'avec l'ancien ensemble dont elle s'est extirpée. Celle-ci est alors encore plus mobile et détachable que dans l'ancienne configuration et elle n'hésitera pas à s'appuyer sur cet effet de levier soit pour obtenir des avantages en interne soit dans d'autres entreprises. C'est pourquoi remplacer l'équipe partant pour Banque_B par une équipe venant de Banque_F, comme le fit la chef de marché, ou même acheter une activité clé en main, comme J.-F. Lepetit, n'est pas forcément une si bonne affaire que ça pour l'entreprise. Les investissements dans cette nouvelle entité risqueront d'être encore moins pérennes que s'ils avaient été faits dans un collectif de salariés, recrutés progressivement un par un, et occupant leur premier emploi. C'est ainsi que les trois équipes embauchées par J.-F. Lepetit ont quitté Indosuez au bout de deux à trois ans, fait que ce dernier met sur le compte de la malchance (Lepetit, 2002 :117).

Ainsi, à la différence des industries plus matérielles, pétrole, automobile, chimie, etc., les actifs en finance sont donc beaucoup plus facilement appropriables, détachables et transférables. Ces transferts peuvent s'effectuer au bénéfice des salariés qui les organisent. Si dans l'industrie les salariés ne peuvent partir avec l'usine, dans l'industrie de la finance, les salariés peuvent partir avec la caisse, non pas avec toute la caisse, mais avec tout ce qui dans la caisse donne à la caisse une valeur. Ils ne peuvent certes pas partir avec les fonds propres, mais ceux-ci dépouillés de tout ce qui permettait de les faire fructifier bien au-dessus du marché, ne peuvent dès lors plus prétendre à la rente, et doivent à la limite se contenter d'une rémunération normale, le taux d'intérêt obligataire majoré d'une petite prime de risque.

CONCLUSION

Les relations salariales dans l'industrie financière sont certes exceptionnelles par bien des points mais elles permettent de mettre au jour des mécanismes salariaux plus généraux qui la dépasse et que l'on retrouve dans d'autres secteurs (en particulier dans les entreprises de service, avocats, publicités, conseil, etc.). Certains salariés, du fait de leur maîtrise en interne sur certains actifs transférables à l'extérieur, acquièrent du pouvoir sur les personnes dont le travail dépend de l'accès à ses actifs. Ils obtiennent une capacité d'appropriation de la rente liée à l'exploitation de l'actif. L. Zingales (2001, p. 1643) considère que cette capacité d'appropriation, liée selon lui fondamentalement au rôle croissant du capital humain, est susceptible de transformer les frontières de la firme et les relations entre les actionnaires et les salariés. Notre étude sur l'industrie financière montre l'origine plus large de la capacité d'appropriation, liée certes au capital humain (en particulier les secrets), mais aussi au capital social – dont le rôle semble croissant en raison notamment des nouvelles formes managériales comme le management par projet –, voire au capital matériel (ordinateurs, logiciels, base de données), et elle insiste aussi sur ses conséquences au sein même du salariat. En pointant sur l'inégale dotation des salariés en actifs (volume, stabilité, rentabilité, transférabilité), elle souligne le rôle de la division du travail dans la genèse des hiérarchies salariales et rappelle la dimension fondamentalement intersalariale du rapport salarial.

BIBLIOGRAPHIE

- ABOLAFIA M., 1996, *Making markets. Opportunism and restraint on Wall Street*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.
- ACTES DE LA RECHERCHE EN SCIENCES SOCIALES, 2003, « Espaces de la finance », n° 146-147.
- AHN H., DEWYNE J., HUA P., PENAUD A., WILMOTT P., 2002, « The End-of-the-Year Bonus: How to Optimally Reward A Trader? », *International journal of theoretical and applied finance*, 5, 3, pp. 279-307.
- BAKER W., 1984, « The Social Structure of a National Securities Market », *American Journal of Sociology*, 89, 4, pp. 775-811.
- BOURDIEU P., 1972, « La parenté comme représentation et comme volonté », in P. Bourdieu, *Esquisse d'une théorie de la pratique*, Droz, pp. 71-151.
- BURT R., 1997, « The Contingent Value of Social Capital », *Administrative Science Quarterly*, 42, 2, pp. 339-365.
- CAHUC P., ZYLBERBERG A., 1996, *Économie du travail. La formation des salaires et les déterminants du chômage*, De Boeck Université.
- CAHUC P., ZYLBERBERG A., 1999, « Redundancy Payments, Incomplete Labor Contracts, Unemployment and Welfare », *Discussion paper n°96*, IZA.
- CASPER S., 1999, « High Technology Governance and Institutional Adaptiveness », *Discussion paper*, NIAS.
- CHAPOULIE S., 200, « Une nouvelle carte de la mobilité professionnelle », *Économie et statistique*, 331, pp. 25-46
- COLLINS R., 1998, *The Sociology of Philosophies*, Belknap Press of Harvard University Press.
- CROZIER, M., FRIEDBERG, E., 1977, *L'acteur et le système*, Seuil.
- DE GOEDE M., 2005, « Resocialising and Repoliticising Financial Markets: Contours of Social Studies of Finance », *Economic Sociology European Electronic Newsletter*, 6, 3, 19-29, <http://econsoc.mpifg.de/archive/esjuly05.pdf>.
- EDLIN A., REICHELSTEIN S., 1996, « Holdups, Standard Breach Remedies and Investment », *American Economic Review*, 86, 3, pp. 478-501.
- ELTON J., 1991, *Retail Broker Compensation with Firm Marketing Investment : Adjusting Earnings and Payout Percentages for Firm Capital Contributions to Broker Production*, Ph.D. dissertation, University of Chicago.
- GODECHOT O., 2001, *Les Traders, La découverte*.
- GODECHOT O., 2004, *L'appropriation du profit. Politiques des bonus*, Thèse de doctorat au Cnam sous la direction de M. Lallement.
- GODECHOT O., FLEURY C., 2005, « Les nouvelles inégalités dans la banque », *Connaissance de l'emploi*, n° 17, Centre d'études de l'emploi.
- GRANOVETTER M., 1973, « The Strength of Weak Ties », *American Journal of Sociology*, 78, 6, pp. 1360-1380.
- GROUT P., 1984, « Investment and Wages in the Absence of Binding Contracts », *Econometrica*, 52, 2, pp. 449-460.
- GUILHOT N., 2004, *Financiers, philanthropes. Vocations éthiques et reproduction du capital à Wall Street depuis 1970*, Raisons d'agir, « Cours et travaux ».
- HART O., MOORE J., 1988, « Incomplete Contracts and Renegotiation », *Econometrica*, 56, 4, pp. 755-785.
- LAZEGA E., 1992, « Analyse de réseaux d'une organisation collégiale : les avocats d'affaires », *Revue Française de Sociologie*, 33, 3, pp. 559-589.

- LAZEGA E., 1999, « Generalized Exchange and Economic Performance: Multi-Level Embeddedness of Labor Contracts in a Corporate Law Firm », in Leenders R., Gabbay S. (eds), *Corporate Social Capital and Liabilities*, Boston, Kluwer, pp. 237-265.
- LEBECQ S., 1990, *Les origines franques, Vè-IXè siècles*, Seuil, coll. « Points ».
- LEPETIT J.-F., 2002, *Homme de marché*, Economica.
- LEWIS M., 1989, *Liar's poker*, Hodder and Stoughton, Londres.
- LEYSHON A., THRIFT N., 1997, « Spatial Flows and the Growth of the Modern City », *International Social Science Journal*, 47, pp. 41-53.
- MACKENZIE D., 2003, « Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage », *Economy and Society*, 32, 3, pp. 349-380.
- MALCOMSON J., 1997, « Contracts, Hold-Up, and Labor Markets », *Journal of Economic Literature*, 35, 4, pp. 1916-1957.
- MENGER P.-M., 2002, *Portrait de l'artiste en travailleur*, Seuil, coll. « La république des idées ».
- MUNIESA F., 2000, « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix*, 13, 52, pp. 121-154.
- PODOLNY J., BARON J., 1997, « Resources and Relationships ; Social Networks and Mobility in the Workplace », *American Sociological Review*, 62, 5, pp. 673-693.
- POLITIX, 2000, « Les marchés financiers », 13, 52.
- RAJAN R. G., ZINGALES L., 1998, « Power in a Theory of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, 133, 2, pp. 387-432.
- RAJAN R. G., ZINGALES L., 2001, « The Firm as a Dedicated Hierarchy : a Theory of the Origins and Growth of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, 136, 3, pp. 805-851.
- RESEAUX, 2003, « Technologies de marché », 21, 122.
- ROZAN J.-M., 1999, *Le fric*, Robert Lafon.
- SALAI S., STORPER M., 1993, *Les mondes de production*, Éditions de l'EHESS.
- SANFORD C., 1996, « Managing the Transformation of a Corporate Culture: Risks and Rewards », in *1996-1997 Musser-Schoemaker Leadership Lecture Series at the Wharton School*, University of Pennsylvania.
- SARFATI F., 2003, « À la lisière des parquets. Identité professionnelle des salariés du courtage en ligne », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 146-147, pp. 80-92.
- SAUVIAT C., 2003, « Deux professions dans la tourmente. L'audit et l'analyse financière », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 146-147, pp. 21-41.
- SCHELLING T., 1960, *The strategy of conflict*, Harvard University Press.
- STEARNS L. B., MIZRUCHI M. S., 2005, « Banking and financial markets », in N. J. Smelser, R. Swedberg, 2005, *The Handbook of Economic Sociology*, Russel Sage Foundation, Princeton University Press, Princeton, pp. 284-306.
- VATINET R., 2002a, « Les conditions de validité des clauses de non-concurrence : l'imbroglia », *Droit social*, n° 11, novembre, pp. 949-954.
- VATINET R., 2002b, « Clause de non-concurrence. Champ d'application. Réduction », *Droit social*, n° 11, novembre, pp. 1007-1008.
- WILLIAMSON O. E., 1994 [1985], *Les institutions de l'économie*, Interéditions.
- ZABOJNIK J., 2002, « A Theory of Trade Secrets in Firms », *International Economic Review*, 43, 3, pp. 831-856.
- ZINGALES L., 2000, « In Search of New Foundations », *The Journal of Finance*, 50, 4, pp. 1623-1653.

DERNIERS NUMÉROS PARUS :

téléchargeables à partir du site
<http://www.cee-recherche.fr>

- N° 43** *Les conditions du travail en équipe. Post-enquête « Conditions et organisation du travail dans les établissements de santé »*
MIHAI DINU GHEORGHIU, FRÉDÉRIC MOATTY
juillet 2005
- N° 42** *Ancienneté des salariés et pérennité des entreprises : quelle relation ?*
RICHARD DUHAUTOIS
juillet 2005
- N° 41** *Les PME de la filière textile habillement face à la mondialisation : entre restructurations et délocalisations*
BRUNO COURAULT
juin 2005
- N° 40** *Counseling the Unemployed: does it Lower Unemployment Duration and Recurrence?*
MARC GURGAND, BRUNO CREPON, MURIEL DEJEMEPPE
mai 2005
- N° 39** *Diversité des contrats de travail et usages du droit*
CHRISTIAN BESSY
avril 2005
- N° 38** *Arrangement institutionnel et fonctionnement du marché du travail : les cabinets de chasseurs de têtes*
JEROME GAUITE, OLIVIER GODECHOT, PIERRE EMMANUEL SORIGNET
mars 2005
- N° 37** *Les 35 heures et la préférence pour le loisir*
HERVE DEFALVARD
janvier 2005
- N° 36** *Genèse et transformations de la notion « durée de travail effectif »*
PIERRE BOISARD
janvier 2005
- N° 35** *Les a priori de la sélection professionnelle : une approche comparative*
EMMANUELLE MARCHAL, GERALDINE RIEUCAU
décembre 2004
- N° 34** *Working Time Policy in France*
PIERRE BOISARD
octobre 2004
- N° 33** *La nouvelle économie irlandaise*
NATHALIE GREENAN, YANNICK L'HORTY
septembre 2004