

## Marchés financiers

# Les traders, maîtres du front office ?

Thami Kabbaj

## Prospective stratégique

### Prospective Stratégique

#### « Les traders, maîtres du front office ? ».

Mars-juin 2008

Centre d'étude et de prospective stratégique (CEPS)

1, rue de Villersexel

75007 Paris

Tél. : +33 01 53 63 13 63

Fax : +33 01 53 63 13 60

ceps@ceps-oiing.org

Thami Kabbaj est un ancien *trader* d'un fonds basé à Londres (Grande-Bretagne) et auteur de *Psychologie des grands traders*, [Eyrolles] juin 2007.

En dépit des scandales retentissants qui éclatent à intervalles réguliers dans le monde de la finance – de la banqueroute de la Barings en 1995 à l'affaire de la Société Générale en 2008 –, les *traders* continuent d'exercer une très forte fascination. Ces professionnels qui occupent une place de choix au sein de la salle des marchés (SDM) sont en effet l'objet de nombreux fantasmes que le cinéma hollywoodien a notamment contribué à renforcer, fantasmes qui sont le plus souvent bien éloignés de la réalité. L'affaire Jérôme Kerviel a une nouvelle fois attiré l'attention sur le métier de *trader* et sur les dysfonctionnements organisationnels au sein des salles de marchés. L'auteur revient sur les particularités de cette fonction et préconise, pour un meilleur contrôle des activités de marché, une profonde réforme de l'organisation des SDM, ainsi que la prise en compte chez les *traders* de la dimension psychologique.

### Problèmes économique

Pour la théorie économique, les *traders* jouent un rôle important car ils permettent d'assurer la liquidité d'un marché, son efficacité voire même son existence. Sans activité de *trading*, il serait difficile pour un marché d'exister car il n'y aurait pas de contreparties et donc pas de possibilité pour un investisseur de se défaire de sa position.

Les salles de marché (SDM) sont généralement scindées en autant de départements spécialisés que de produits financiers (matières premières, actions, produits dérivés, etc.). Le *front office* est considéré comme le centre névralgique de la SDM car il est composé essentiellement par des *traders* dont l'activité consiste à développer différents modèles, visant à capitaliser sur les inefficiences du marché et ainsi à générer du profit pour leur banque. Il existe différents types de *trading* mais la stratégie de *trading* la plus répandue au sein des banques reste l'arbitrage. Cette stratégie peu risquée consiste notamment à repérer des écarts anormaux de valorisation que le *trader* éliminera en prenant une position neutre. Ainsi, supposons que le titre Total cote à Paris soit sous-évalué par rapport à sa valeur fondamentale (1) et que le même titre cote à New York soit surévalué. La stratégie d'arbitrage consiste pour le *trader* à acheter le titre à Paris et à le vendre à New York. Les deux opérations se compensent et ne comportent aucun risque directionnel de marché. Une autre

catégorie de *traders*, beaucoup moins répandue, s'intéressera aux paris directionnels. Le *trader* cherche alors à repérer les mouvements tendanciels pouvant durer entre quelques semaines et quelques mois et élaborera des stratégies pour en tirer profit.

Les événements récents ont quelque peu malmené la fonction de *trader*. Cet article vise avant tout à démystifier ce métier et à mettre en évidence les mesures nécessaires pour éviter tout nouveau scandale financier du type de celui de la Société Générale. Dans un premier temps, nous verrons en quoi l'organisation actuelle des SDM françaises est inadaptée. Dans un deuxième temps, nous nous attacherons à démontrer l'importance de la dimension psychologique dans la formation initiale des *traders* mais aussi lors du « contrôle » de ces opérateurs de marché.

## Une organisation des salles de marché propice aux failles

Les principaux établissements financiers ont mis en place des procédures de contrôle extrêmement strictes pour suivre l'exposition de leurs *traders* et éviter toute malversation. Chaque *trader* a une limite de risque à ne pas dépasser et doit rendre des comptes assez régulièrement à la cellule contrôle. Pourtant, l'affaire Société Générale prouve que les procédures de contrôle existantes ne sont pas suffisamment adaptées pour éviter une nouvelle catastrophe.

(1) La valeur fondamentale constitue la véritable valeur d'un actif financier. Différentes méthodes de valorisation ont été mises en œuvre pour tenter de mesurer cette valeur.

## ► Les traders occupent une place de choix au sein d'une SDM

La profession de *trader* est souvent assimilée à une certaine « aristocratie » de la finance. La supériorité des traders se situe d'ailleurs non seulement sur le plan hiérarchique mais aussi sur le plan symbolique, de la rémunération et du savoir.

### Un *back office* déconsidéré

Le *front office* est souvent mis en avant comme un centre de profit par opposition au *back office* qui ne serait qu'un centre de coûts. Certains traders n'hésitent pas à utiliser cet argument face aux contrôleurs en expliquant que leur temps est précieux et qu'ils ne souhaitent pas être troublés durant leurs tâches hautement stratégiques. Le *turnover* est d'ailleurs très élevé au sein du *back office* et on a souvent recours à l'intérim, à des stagiaires longue durée ou encore à des personnes diplômées de petites écoles ou titulaires d'un simple Bac + 2.

### Un élitisme marqué

L'environnement des salles de marché est extrêmement élitiste et hiérarchisé. Les meilleurs diplômés des grandes écoles se retrouvent souvent au *front office* alors que les diplômés de l'université officient aux fonctions de contrôle. Une hiérarchie implicite se fait par le diplôme et les personnes du *front office* peuvent afficher un certain mépris à l'égard des opérateurs du *back office*. Cet élitisme a des effets pervers évidents puisqu'il limite le recrutement de talents aux seules grandes écoles, ce qui est souvent à l'origine d'une frustration chez les personnes ne disposant pas du fameux parchemin. Rares sont les titulaires d'un simple diplôme universitaire qui parviennent à accéder au *front office* au sein des banques françaises.

Cet élitisme est moins présent au sein des banques anglo-saxonnes où l'accent est mis sur les compétences. Le diplôme peut fonctionner comme un signal positif en début de carrière mais il s'efface par la suite pour laisser place à l'expérience. Jérôme Kerviel a d'ailleurs avoué son désir de prouver qu'il était un *trader* d'exception et qu'il se sentait mal à l'aise dans cet environnement peuplé de jeunes surdiplômés.

### Trader, un poste très convoité

Sur le plan symbolique, le *trading* est une fonction prestigieuse et nombreux sont les étudiants qui aspirent à devenir traders. Plusieurs personnes débutent en salle des marchés à la fonction contrôle avec comme objectif ultime de devenir traders. Ainsi, ils ne sont pas véritablement dans un état d'impartialité totale face à une personne qu'ils admirent et qu'ils tentent d'émuler. Ils vont souvent sympathiser avec les traders afin de se faire bien voir pour éventuellement être cooptés à ce poste tant convoité. Cette admiration pour le trader peut avoir comme conséquence une objectivité limitée dans la manière d'appréhender le risque et de le contrôler.

## ► Quelles solutions ?

Une meilleure organisation des salles de marché devrait permettre un contrôle plus efficace des activités de marché. Comme piste d'amélioration, nous proposons notamment une mobilité accrue au sein des salles de marché mais également le recrutement d'anciens traders à la fonction contrôle et un autre partage des bénéfices.

### Encourager la diversité et la mobilité au sein des salles de marché

Le management moderne insiste sur l'importance d'une hiérarchie plate au sein d'une organisation donnant plus de pouvoir aux salariés mais aussi plus d'autonomie. En pratiquant une plus grande mobilité au sein des salles de marché on incite les personnes de la fonction contrôle à exercer de manière beaucoup plus pointue leur travail car elles peuvent également évoluer vers un poste de *trader* si tel est leur souhait. Cette mobilité est rarement pratiquée au sein des SDM françaises et constitue une véritable faiblesse en raison des dysfonctionnements potentiels qu'elle peut engendrer.

Par ailleurs, la diversité permet d'avoir des personnes issues d'horizons différents ce qui est sans doute une force et non une faiblesse comme semble le croire certains responsables financiers. Kerviel était la seule personne du *middle office* à accéder au *front office*. Ses collègues ont probablement été surpris par la manière d'opérer d'une personne qui n'était pas issue du même moule.

### Recruter d'anciens traders à la fonction contrôle

Les traders peuvent également utiliser leurs connaissances des marchés pour leur avantage personnel. Le langage utilisé en salle de marché est souvent pointu et peu compréhensible pour les personnes qui ne sont pas du sérail. Par ailleurs, les traders développent parfois des stratégies sophistiquées peu accessibles aux personnes ne disposant pas d'un bagage solide en mathématiques financières. Cette opacité donne une fois de plus un véritable ascendant aux traders sur leurs collègues du *back office*.

Le recrutement d'un ancien trader à la fonction contrôle présente l'avantage d'engager une personne ayant déjà expérimenté les différentes émotions par lesquelles passe un trader et qui dispose des compétences pour mesurer l'état émotionnel de celui qu'il contrôle. Par ailleurs, il dispose des compétences nécessaires pour comprendre les techniques sophistiquées utilisées par ses collègues mais aussi leur jargon. Le responsable de *desk* peut jouer ce rôle mais il est directement associé aux résultats de son trader et peut difficilement être juge et partie. Il est crucial que les activités d'un trader soient contrôlées par une personne neutre.

Enfin, ce type de recrutement évitera certaines situations cocasses. Dans le rapport établi par l'inspection générale de la

Societe Generale, il est mentionne que Jérôme Kerviel utilisait un langage assez complexe (2) pour induire en erreur les contrôleurs

### Pratiquer un autre partage des bénéfiques

Plusieurs anomalies persistent sur le plan de la remuneration des contrôleurs, qui est souvent liee aux profits realises par les *traders*. Il est donc recommande d operer une separation nette entre la remuneration des contrôleurs et celle des *traders*. Le contrôleur doit être impartial et sa remuneration ne doit en aucun cas être liee a la remuneration d un *trader* ou d'un departement de *trading*.

En outre le statut des contrôleurs devrait être revalorisé tout comme leur remuneration afin de les motiver mais aussi de les responsabiliser. La fonction de contrôleur est sensiblement moins bien remuneree que celle de *trader*. Cette faible remuneration relative des contrôleurs peut être perçue de maniere injuste et être à l'origine d'une certaine baisse de vigilance. Néanmoins, si il est important d'accroître les prerogatives des contrôleurs ce pouvoir accru ne doit pas avoir comme consequence une rigidite des activites de *trading*. Le *trader* doit garder une certaine marge de manœuvre pour mener à bien ses activites.

## La nécessité de prendre en compte la dimension psychologique

Il est communément admis que le stress regne en salle des marches. Pourtant, le qualificatif de *trader* fou (*rogue trader*) n est évoque que lors d evenements extrêmes comme l affaire Nick Leeson à la Barings ou celle de Jérôme Kerviel pour la Societe Generale. Cette perte de rationalite est souvent consideree comme un cas pathologique extrême même si d autres intervenants vont évoquer une éthique defaillante du *trader*. Pourtant, les recherches recentes montrent que les *traders* sont souvent domines par leurs emotions. Nous mettrons en évidence dans un premier temps les resultats marquants des derniers travaux de recherche puis nous elaborerons quelques preconisations pour limiter les risques d une autre catastrophe financiere à l avenir.

### ► Une dimension psychologique totalement occultée

#### La finance comportementale et la remise en cause du dogme du *trader* rationnel

La theorie neoclassique a marque des generations d etudiants en mettant en avant l'hypothese d un individu rationnel capable de prendre une decision en se basant sur toute l information a sa disposition. En remettant le Prix Nobel d economie à Daniel Kahneman en 2002 pour ses travaux sur la prise de decision en situation d'incertitude la communaute des econo-

(2) Agent 3 lui demande des explications sur ses positions elle obtient la réponse « ça matérialise des *give ups* de futs faits tardivement je dois de l argent à la contrepartie. On va le *rebooker* asap » Elle a avoué en entretien n avoir pas compris l explication

mistes s est finalement resolue a reconnaître l'importance de la psychologie dans la determination des cours boursiers. Ainsi, la finance comportementale a demontre la presence de biais psychologiques chez les *traders*, qui constituent une entorse à l etat de rationalite parfaite et peuvent être classes en deux grandes categories.

– Les biais cognitifs mettent en evidence l'influence de nos connaissances et de nos croyances lors de la prise de decision. Ils correspondent à des principes erronees acquis par un individu durant son enfance ou sa formation et sur lesquels il va se baser pour prendre ses decisions.

– Les biais emotionnels mettent en evidence les effets negatifs des emotions sur notre performance.

#### Une profonde aversion aux pertes

Les chercheurs Kahneman et Tversky (3) ont mis en evidence, dans leur theorie des perspectives aleatoires, la fâcheuse tendance des *traders* à prendre leurs profits rapidement et à éviter de couper leurs pertes. Ce resultat s explique par le fait que la satisfaction retiree d'un gain supplementaire est largement inferieure à la douleur ressentie par le *trader* pour une perte du même ordre (4). Ainsi, le *trader* va souvent refuser de perdre car la materialisation de la perte symbolise son echec, ce qu'il refuse car il est victime de son ego. Le *trader* est dans un etat de dissonance cognitive. Il occulte totalement la perte et se centre uniquement sur les informations qui le confortent. Par exemple, si le marche dessine un mouvement adverse par rapport au scenario du *trader*, ce dernier va minimiser cette information et considerer le comportement du marche comme temporaire. Il cherche à éviter toute douleur emotionnelle et rentre en mode espoir.

#### Les SDM : un environnement propice au développement des biais psychologiques

La competition est souvent feroce au sein d une salle de marche et la course aux bonus y est réelle. Aux yeux de tous, un bon *trader* sera avant tout celui dont le bonus est le plus eleve. Cet environnement peut donc inciter une minorite de *traders* à prendre des risques trop eleves et parfois même à detourner les regles, uniquement dans l'optique de briller face aux autres. Cette these est renforcee par le constat suivant : même dans le cas d'une fraude, le mobile est rarement l'enrichissement personnel. En effet, il est difficile voire impossible pour un *trader* de detourner les fonds de sa banque à son profit. Le principal mobile de Nick Leeson ou de Jérôme Kerviel n'a jamais été l'enrichissement personnel mais un « ardent desir de briller ». Nick Leeson était considere par sa hierarchie comme un *trader* vedette et était adulé par ses pairs. L envie de préserver sa reputation l a sans doute incite à utiliser sa connaissance des procedures de contrôle pour camoufler ses pertes et donner l illusion

(3) Aujourd'hui décedé.

(4) On estime que cette douleur est deux fois plus importante que la satisfaction retiree d'un gain du même ordre.

d'une véritable expertise des marchés. La situation de Jerome Kerviel ressemble étrangement à celle de son ancien confrère britannique. Issu d'un milieu modeste, il avait une forte envie de prouver qu'il était un *trader* d'exception.

Les travaux de recherche montrent qu'il ne s'agit pas de cas isolés, et que la plupart des individus sont dominés par l'excès de confiance. L'histoire financière regorge d'exemples de *traders* brillants qui se sont effondrés du jour au lendemain. L'exemple emblématique est celui de Victor Niederhoffer. En 1997, il est considéré comme le meilleur gérant de *hedge fund* au monde et publie dans la foulée un livre intitulé *The Education of a Speculator*. La même année, il enregistre des pertes spectaculaires, victime de la crise asiatique mais surtout de son ego, et il sera forcé de clôturer son fonds alternatif.

## ► Former les futurs traders à la psychologie

### Une formation donnant la part belle aux mathématiques

Les formations les plus pointues en finance de marché mettent l'accent sur les mathématiques financières au détriment des autres sciences dites molles comme la psychologie. Cette formation renforce la sensation d'un *trader* omniscient et rationnel. Or, une formation scientifique solide ne suffit pas pour opérer au meilleur niveau sur les marchés. Il existe en France une école mathématique solide qui a une influence déterminante sur le contenu de la formation universitaire mais également la formation continue. Certains universitaires, dont le professeur Helyette Geman, expliquent que la dimension psychologique n'est pas enseignée dans les formations au *trading* car c'est aux banques de former leurs salariés à cette discipline. Ce raisonnement est erroné car la formation universitaire initiale influence fortement les programmes de formation continue mis en place au sein même de ces institutions financières. De plus, cette formation continue est souvent assurée par des universitaires, or le monde universitaire devrait jouer un rôle plus actif en mettant en avant les récentes avancées de la théorie financière.

### Les traders expérimentés maîtrisent mieux leurs émotions

À ce titre, l'expérience menée par les professeurs Andrew Lo et Dmitry Repin du célèbre MIT (5) est extrêmement instructive. Les deux chercheurs ont mesuré les réponses émotionnelles

(5) Massachusetts Institute of Technology dont l'équivalent est l'École polytechnique en France.

de deux groupes de *traders* composés respectivement par des *traders* expérimentés et des *traders* novices. Ils ont constaté que la réponse émotionnelle des *traders* expérimentés était largement inférieure à celle des *traders* inexpérimentés face à certaines nouvelles inattendues ou à certains événements importants. Le *trader* expérimenté a habitué son esprit à ce type d'événement et a développé des stratégies lui permettant de les gérer efficacement et ainsi de réduire sa réponse émotionnelle. Il est préparé mentalement à tous les cas de figure grâce à une expérience poussée des marchés, complétée par de nombreuses heures consacrées à la recherche et à l'amélioration de ses techniques. Cette préparation explique son calme et sa concentration à toute épreuve et en toutes circonstances.

## Conclusion

Dans cette étude, nous avons cherché à démontrer que certaines défaillances persistaient au sein des salles de marché et qu'elles avaient essentiellement pour origine des raisons d'ordre organisationnel mais également psychologique. Il s'agit non seulement d'introduire une véritable diversité au sein du *front office* mais également d'accroître les prérogatives des contrôleurs et de les inciter au travers d'une rémunération stimulante assise sur la performance générale de la salle des marchés. Par ailleurs, la dimension psychologique devra être prise en compte en amont c'est-à-dire au sein des différentes universités et écoles, puis au sein même de ces institutions financières avec des programmes de formation continue mais également un contrôle des risques qui ne se limitera plus au simple aspect quantitatif et qui prendra pleinement en compte cette dimension humaine. ●

## Bibliographie

- Barberis N., Thaler R. (2002)**, « A Survey of Behavioural Finance », *NBER Working Paper Series*, septembre.
- Godechot O. (2007)**, *Working Rich*, Éditions La Découverte.
- Kabbaj Th. (2007)**, *L'art du trading*, Éd. Eyrolles.
- Kabbaj Th. (2007)**, *Psychologie des grands traders*, Éd. Eyrolles.
- Kahneman D. et Tversky A. (1977)**, *A Prospect Theory : an Analysis of Decision under Risk*, Économetrica.
- Lo A. and D. Repin (2002)**, « The Psychophysiology of Real-Time Financial Risk Processing » *Journal of Cognitive Neuroscience*, 2002.
- Odean T. (1999)**, « Do Investors Trade too much ? », *American Economic Review*.
- Pollin J.-P. (2004)**, « Finance comportementale et volatilité », *Revue d'économie financière*.
- Rapport de l'inspection générale de la Société Générale, Mission Green, rapport de synthèse, conclusions intermédiaires au 20.02.2008*