

Fonctionnement d'une salle de marché

Introduction

La salle de marché est une organisation connue du grand public et qui fascine. Elle est fortement ancrée dans l'imaginaire collectif en tant que lieu où se jouent, se gagnent et se perdent des sommes d'argent faramineuses. Cependant, on constate une certaine méconnaissance de celles-ci dans leur fonctionnement et leur organisation, tant la salle de marché est réduite à des stéréotypes (mythe du « golden boy », scandales financiers, opérateurs à la mentalité de « requins » doublée d'une intuition et d'une intelligence hors-normes, affrontement violent de personnalités fortes, etc.).

On peut également souligner la rareté des travaux scientifiques ayant pour objet d'étude la salle de marché. En effet, la recherche financière tend à s'intéresser davantage aux marchés financiers qu'aux organisations dans lesquelles ils s'incarnent. On observe ainsi un certain désintérêt pour l'aspect organisationnel des marchés financiers. On peut cependant souligner que l'accès aux salles de marché est difficile (opacité du jargon et des produits, réticence des responsables de salle à laisser entrer des intervenants extérieurs, technicité d'un tel sujet d'étude, etc.).

Il semble que certains travers de la finance de marché ayant conduit à la crise bancaire et financière actuelle proviennent de l'organisation et du fonctionnement mêmes des salles de marché. Loin de n'être que des réceptacles de l'activité de marché, elles contribuent à l'influencer.

Premièrement, comment présenter succinctement la salle de marché et comment est-elle organisée ? Deuxièmement, quelles sont les limites de son fonctionnement ? Enfin, quelles peuvent-être les pistes d'amélioration, les leçons à tirer et les réformes à adopter ?

Plan de l'exposé

I. Présentation et organisation d'une salle de marché

1. Salle de marché : généralités
2. Les acteurs dans une salle de marché
3. Organisation d'une salle de marché
4. Les régulateurs d'une salle de marché

II. Les limites du fonctionnement de la salle de marché

1. Les principales défaillances de la salle de marché
2. Les limites du fonctionnement au vu de la crise financière récente
3. Une gestion des risques défaillante au sein des salles de marché

III. Pistes d'amélioration, leçons à tirer, réformes à adopter

1. Quelle évolution souhaitable de l'organisation et du fonctionnement de la salle de marché ?
2. Comment améliorer la gestion des risques ?
3. Réformes réglementaires à adopter

I. Présentation et organisation d'une salle de marché

1. Salle de marché : généralités

Historique

Le terme français de « salle des marché » a été inventé par la Banque Indosuez en 1982, qui est aussi la première banque en Europe à en créer une, mais ce concept existait déjà depuis 1971 aux Etats-Unis au sein des maisons de titres américaines, telles que Morgan Stanley lors de la création du NASDAQ.

En France en revanche, le cloisonnement des activités de marché prévaut encore au début des années 1980. Les activités financières étaient séparées en plusieurs départements, représentant les différents segments de marché comme le marché interbancaire, le marché des changes, le marché obligataire, etc.

La mise en place des salles de marché en Europe s'est faite progressivement de 1982 à 1987 grâce à des réformes sur l'organisation des marchés financiers au Royaume-Unis et en France.

Cette émergence des salles de marché s'appuie sur trois piliers, les « trois D » de la globalisation financière :

- la dérèglementation : mise en place aux Etats-Unis dès 1979, la dérèglementation désigne le processus d'assouplissement ou de suppression des réglementations nationales régissant, et restreignant, la circulation des capitaux. D'inspiration libérale, la politique de dérèglementation considère, en effet, que tout ce qui contribue à restreindre le libre-échange et la liberté des acteurs économiques nuit à l'atteinte des équilibres du marché. En France, elle est conduite par Pierre Bérégovoy entre 1984 et 1986, et se traduit notamment par la création d'un marché de titres de créances négociables, la création de contrats à terme de taux d'intérêt avec le MATIF et d'options négociables avec le MONEP, la modernisation de la gestion de la dette publique avec l'introduction des obligations assimilables du Trésor et la création du statut de Spécialiste en Valeurs du Trésor,
- la désintermédiation : auparavant, les établissements de crédit étaient les seuls à pouvoir recevoir des dépôts et les transformer en crédits (intermédiation bancaire). La désintermédiation bancaire a ainsi permis aux entreprises de placer ou d'emprunter des capitaux en intervenant directement sur les marchés financiers (émission de titres de créances négociables, tels que les billets de trésorerie ou les bons à moyen terme négociables). Les investisseurs et les émetteurs sur les marchés de capitaux sont ainsi en contact direct, ce qui a fondamentalement modifié le rôle des institutions bancaires. Dans des

pays comme l'Allemagne ou la France, le financement des entreprises a longtemps été massivement intermédié, c'est-à-dire assuré par les banques ; mais la part du crédit bancaire dans le financement des entreprises a fortement diminué dans ces deux pays, passant des deux tiers à la fin des années 1970 à environ 50 % aujourd'hui,

- Le décloisonnement : il désigne l'ouverture des frontières segmentant les marchés financiers qui étaient divisés en divers marchés nationaux, d'une part, et en divers types de marchés financiers (marché monétaire, marché obligataire, marché des changes, marché à terme, etc.) d'autre part. Aujourd'hui, les marchés financiers nationaux sont interconnectés, constituant un vaste marché global. De même, les différents compartiments du marché financier ont été unifiés, pour créer un marché plus large et profond, accessible à tous les intervenants à la recherche d'instruments de financement, de placement, ou de couverture.

Le rôle d'une salle de marché

Les salles de marché sont des lieux physiques où se réalisent les opérations d'achat et de vente de titres ou d'instruments financiers entre des acheteurs (agents à épargne négative qui sont les demandeurs de financement) et vendeurs (agents à épargne positive comme les entreprises, les ménages et les fonds souverains par exemple) composant les marchés financiers.

La salle de marché a pour but de rassembler sur un plateau diverses activités de marché de la banque pour lesquelles un regroupement fait sens économiquement. En regroupant les différents segments de marché, on cherche à faciliter une meilleure diffusion de l'information pour une plus grande réactivité des opérateurs, une synergie découlant de la circulation d'idées et d'opportunités de marché communes à différents segments, ainsi qu'une coordination et une cohérence des desks dans l'action commerciale.

La salle de marché peut aussi se définir comme une entité économique, rattachée fonctionnellement à la direction des marchés de capitaux (qui rassemble toutes les activités de marché) dans une institution bancaire et à la direction financière dans une entreprise.

Dans une banque ou une institution financière en général, une salle de marché a 3 fonctions principales :

- **Activité commerciale :**

Elle est l'interface entre les marchés et la clientèle de la banque (particuliers, entreprises et investisseurs institutionnels). L'organisation en plateau (absence de compartimentation) permet à cet égard un accès large, fluide et rapide du client sur le segment de marché / le produit dont il a exprimé le besoin (par un ordre).

Afin d'illustrer cette première fonction, nous pouvons nous appuyer sur une interview de Vincent Dewilde, responsable de la Direction Trésorerie et Change du Groupe Crédit du Nord (DTC), dont l'activité consiste en une salle de marché sur produits de trésorerie et de change.

Dans sa composante commerciale, la DTC du Groupe Crédit du Nord centralise l'ensemble des deux lignes de produit (risque de change et risque de taux) et gère les ordres de sa clientèle (entreprises souhaitant gérer leur exposition devises et taux). Dans cette activité en relation avec la clientèle entreprise, Vincent Dewilde observe une technicité accrue des entreprises clientes sur ces deux types de produits. Cette tendance oblige à une formation plus pointue des chargés de clientèle entreprise (en réseau pour les comptes petits / moyens ou au siège pour les grands comptes). En effet, toutes les entreprises clientes ne sont pas autorisées à traiter directement avec le personnel de la salle de marché, mais passent par le chargé de clientèle. Celui-ci doit dès lors être en mesure de proposer des produits et des stratégies sophistiquées en adéquation avec l'innovation financière et la technicité accrue des clients et de leurs besoins. On s'aperçoit donc que l'activité commerciale de la salle de marché, lorsqu'elle traite avec la clientèle entreprise, n'est pas indépendante de celle des départements Entreprise puisque il s'agit d'une collaboration rapprochée entre chargés de clientèle entreprise et équipes des salles de marché en vue de servir au mieux les intérêts des entreprises clientes sur le taux et le change. L'organisation de la DTC du Crédit du Nord reflète d'ailleurs cette double tâche puisqu'elle consiste (outre les pôles administratifs et informatiques) en un pôle chargé de la promotion des produits taux et change auprès du réseau entreprise et d'un pôle marché constitué de la salle de marché à proprement parler.

En ce qui concerne l'activité pour compte social, la DTC assure la gestion de la trésorerie du Groupe (rôle de centrale de refinancement). Dans le même ordre d'idée, elle s'assure du respect des contraintes réglementaires (politique de refinancement au niveau Groupe, ratios réglementaires / suivi des risques de contrepartie et de marché de ses activités propres) et des bonnes pratiques définies par la Direction Générale du Groupe Crédit du Nord.

- **Activité pour compte social :**

Elle est le lieu où est gérée la liquidité de la banque (centrale de refinancement). L'exécution de la politique de liquidité est ainsi centralisée et opérée auprès de professionnels dédiés et spécialisés.

- **Activité pour compte propre :**

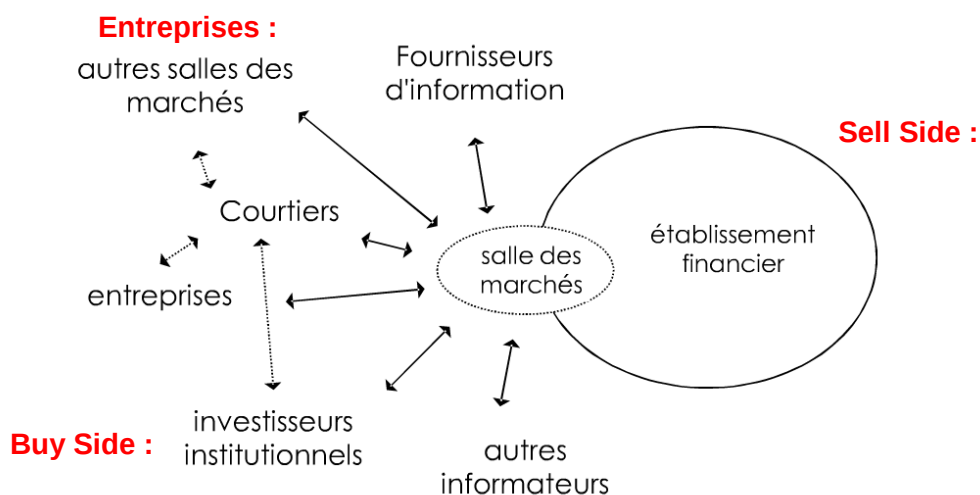
Méconnue du grand public et pratiquée dans le plus grand secret, cette activité, appelée 'prop trading' (proprietary trading) dans le jargon financier anglo-saxon, est capitale pour les banques. Elle leur procure en effet une grande partie de leurs revenus et de leurs bénéfices mais reste difficile à évaluer et contrôler selon les experts financiers.

Cette activité consiste pour une banque à prendre des positions sur les différents marchés financiers - actions, taux, devises ou marchés dérivés - pour elle-même et non pas pour le compte de ses clients.

Typologie des salles de marché :

Il existe trois types de salle distincts :

- les salles des marché bancaires (ou « sell-side »). Le « sell-side » regroupe les acteurs qui sont à l'origine des produits (banques d'investissement), qui les évaluent (analystes financiers) et qui les distribuent (courtiers). Ce type de salle a pour objectif de capter les investissements et est au service des émetteurs. Cette catégorie d'acteurs est à l'origine de l'innovation financière et se rémunère par des commissions ou des marges sur les transactions qu'elle réussit à générer,
- les salles de marché des investisseurs institutionnels (ou « buy-side »). Le « buy-side » représente les acteurs qui vont acquérir ces mêmes produits : fonds de pension, OPCVM, compagnies d'assurance, hedge funds. Le buy-side représente donc les investisseurs qui ont pour objectif de constituer un portefeuille d'actifs et d'en accroître la valeur, et se rémunèrent de cette façon,
- les salles de marchés des entreprises : (en général de plus petite taille et spécialisées sur les opérations de gestion de trésorerie, du capital ou d'achat de matières premières).



Typologie des salles de marché bancaires dites « sell-side »

- Salles de marché centrales / secondaires :

Nous pouvons distinguer au sein des salles de marché dites « sell-side », les salles de marché centrales des salles de marché secondaires (c'est-à-dire régionales). Faisons une rapide étude de ce type de salle de marché.

Les banques françaises ont fortement développé leur réseau de salles de marché régionales depuis le milieu des années 1990. Ce développement résulte du constat que les PME réclament une couverture plus pointue et plus réactive de leurs risques de taux et de change. En effet, la volatilité importante des marchés de matières premières, de devises et de financement monétaire renforce le besoin de couverture à ces risques. C'est donc le manque de visibilité qui pousse les PME à demander davantage de sophistication des stratégies sur ces produits (couvertures fermes ou conditionnelles). En outre, leurs dirigeants deviennent eux-mêmes plus experts et nécessitent des interlocuteurs mieux formés à ces produits (interlocuteurs de marché ou chargés de clientèle en proximité directe avec ces interlocuteurs de salle de marché). Les directions financières sont prêtes à tenter d'optimiser leur gestion des risques face aux opportunités de marché dont elles prennent conscience, voire à adopter progressivement une vision de leur fonction trésorerie comme une centre de profit et non un centre de gestion exclusivement.

Ces salles de marchés régionales sont donc les postes avancés des activités de marché de la banque vers le tissu de PME. Les opérateurs en salle de marché régionale disposent des mêmes compétences, outils et marges de manœuvre que leurs homologues des salles centrales : il leur est donné le même accès à l'information, la même capacité de fixation des prix et une décentralisation des décisions d'engagement. Ce qui change, c'est l'approche au client. En effet, la salle de marché régionale opère toujours avec le client PME dans le cadre d'une relation bancaire globale, en coopération rapprochée avec le chargé de clientèle qui suit la relation globale de la banque avec le client. Cet impératif est valable que le client soit autorisé à traiter directement avec la salle de marché (environ 1 500 clients autorisés sur 35 000 clients entreprises du réseau LCL par exemple) ou qu'il doive passer par l'intermédiaire du chargé de clientèle.

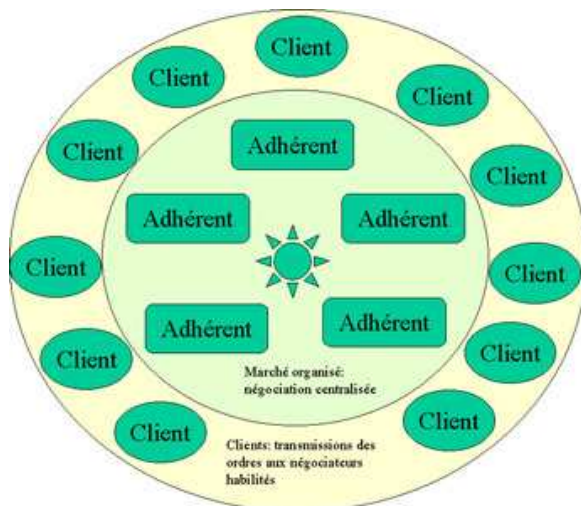
On peut tout de même noter une légère différence d'organisation des salles de marché régionales par rapport aux salles de marché centrales : elles sont principalement constituées de vendeurs, la fonction de trading, le middle-office et le back-office restant davantage centralisés. En résumé, les salles de marché régionales sont orientées autour des problématiques clientèle. Les opérateurs y ont avant tout une connaissance approfondie et une vision globale de l'endettement et de l'exposition des PME clientes. Il ne s'agit pas de vente pure, mais d'une prestation qui inclut l'analyse des risques et la proposition d'une stratégie de couverture adaptée (prestation d'auditeur et de gestion du risque). Néanmoins, le développement régional peut paraître paradoxal : pourquoi localiser des salles de marché à proximité géographique de la clientèle alors que les moyens de communication permettent une relation et un traitement de leurs ordres en temps réel ? Il s'agit bel et bien de rapprocher les opérateurs de marché des chargés de clientèle afin que l'information transite sans déperdition, en vue de personnaliser et d'adapter la prestation de marché aux besoins spécifiques des PME.

- Marchés primaires / marchés secondaires

Le marché primaire est le lieu où sont émis de nouveaux titres (lors d'introduction en Bourse par exemple). Le marché secondaire est le lieu s'échangeant des titres déjà créés.

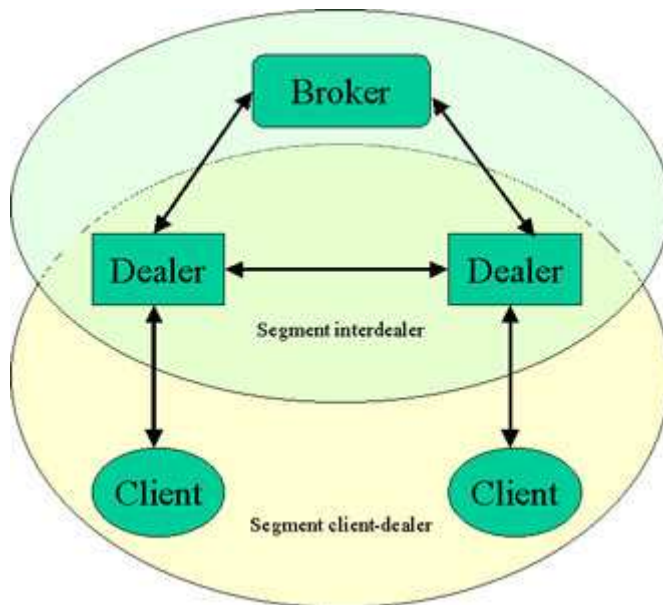
- Marchés organisés / marchés de gré à gré

Marché organisé : l'interaction est multi-latérale et centralisée dans un carnet d'ordres. Il n'y a pas à proprement parler de négociation puisque les participants communiquent leurs ordres de façon anonyme. Les prix sont déterminés en fonction des ordres entrés : on dit que "les prix suivent les ordres". Le marché fonctionne généralement en continu, et toute l'information disponible est accessible simultanément par tous les participants : le marché est transparent. Tous les ordres sont transmis à une chambre de compensation garante de la bonne fin des transactions.



Marché de gré à gré : sur un marché de gré à gré, "Over The Counter" (OTC) en anglais, l'interaction est bilatérale. Les participants font des offres de prix (cotations) et les trades se font si un vendeur trouve un acheteur au prix proposé : on dit que "les ordres suivent les prix". Le marché est généralement segmenté :

- o sur le segment "client-dealer", les clients institutionnels ou corporates négocient avec les professionnels, les "dealers". Ceux-ci jouent aussi un rôle d'animation en affichant en permanence des prix pour faciliter les transactions : fonction de "market maker" ou "teneur de marché"
- o les dealers revendent leurs positions sur le segment "inter-dealer", éventuellement par l'intermédiaire d'un broker.



Les principaux marchés financiers sont, par ordre décroissant de volume :

- les marchés de la dette, ou marchés de crédit, où s'échangent des titres de créances, qui sont des marchés de taux d'intérêt. Ces marchés se décomposent en deux types :
 - o le marché monétaire, pour les dettes à court terme (dette émise à moins d'un an, deux ans ou trois ans). Sur ce marché sont négociés les titres négociables de créances,
 - o le marché obligataire, pour les dettes émises à moyen et long terme sous forme d'obligations,
- le marché des changes, ou Forex, où s'échangent les devises,
- les marchés d'actions où les titres sont représentatifs des capitaux propres des sociétés émettrices.

2. Les acteurs dans une salle de marché

Le trader

On peut distinguer les traders (cambistes de marché) suivant leur fonction (arbitrage, tenue de marché, couverture) ou leur interaction avec l'extérieur de la banque (trader pour compte propre ou pour compte de la clientèle).

La tenue de marché consiste à créer la liquidité de marché en se portant contrepartie potentielle envers les autres intervenants de marché. Le profit généré provient de la fourchette entre prix de vente et prix d'achat déclarés (le bid-ask spread). En principe, le teneur de marché a pour obligation de coter : il doit donner son prix d'achat et de vente à toute contrepartie, quel que soit l'état du marché

du produit qu'il cote. La réputation d'un teneur de marché se construit dans la durée par la confiance qu'il inspire à ses contreparties en menant à bien les transactions d'achat et de vente qu'il cote.

L'arbitrage consiste à identifier des anomalies de marché et prendre des positions qui se compensent en vue de réaliser un profit sans prise de risque.

De façon plus générale, le trader prend des positions (pour compte propre ou pour compte de clientèle) en fonction de ses anticipations de variation de cours, en vue de réaliser un profit. L'horizon peut être plus ou moins court (trading intraday jusqu'à investissement long/court sur longue période) et les anticipations fondées sur des analyses techniques (chartistes) ou fondamentales.

Dans l'activité de clientèle, le trader cote un prix à la demande de sa force de vente et prend la position pour le compte d'un client (qu'il peut ensuite couvrir).

En général, le trader traite avec des contreparties interbancaires, sauf dans les petites structures où il peut également assumer une fonction commerciale.

Le sales (ou vendeur)

Les vendeurs sont les commerciaux de la salle de marché. Ils constituent donc l'intermédiaire entre le marché (par l'intermédiaire des traders) et les clients.

Ils sont en contact direct avec les clients et les conseillent sur des produits, des positions à prendre ou des stratégies à adopter. Le rôle d'un vendeur est donc avant tout celui de conseil : il doit connaître parfaitement ses clients et leurs besoins afin de définir avec eux une stratégie qui leur est optimale. Ils ont également un rôle de d'accompagnement et assurent le suivi de la position globale d'un client auprès de la banque.

Chaque vendeur suit un portefeuille de clients. Cette répartition est fonction de l'organisation de la salle : elle peut s'avérer peu structurée en ce qu'elle dépend des relations du vendeur avec certains clients, de la spécialité de chaque vendeur, de son niveau de technicité, du type de clients en termes de volumes et de personnalisation du service, d'un secteur d'activité, etc. En fait, la répartition des clients par vendeur dépend de tous ces critères et doit être avant tout une relation humaine, pérenne et de confiance.

Les vendeurs ne prennent pas de positions et se rémunèrent par des commissions. Ils font appel aux traders en leur demandant de coter un prix correspondant à l'opération qu'ils souhaitent vendre à leur client.

Auparavant, le rôle de vendeur était celui d'un pur intermédiaire entre la clientèle et le marché, qui ne faisait que répercuter les prix cotés par les traders. Ce rôle évolue et le vendeur est aujourd'hui autant un intermédiaire qu'un consultant / stratéliste. Il peut, par cette fonction de conseil, générer un volume

d'affaires propre. Cette évolution de la fonction de vendeur peut aussi s'expliquer par les évolutions des technologies de la communication et de l'information. Les clients n'attendent plus d'un vendeur la simple transmission des informations et des prix ; la valeur ajoutée d'un vendeur réside dans sa capacité à instaurer une relation de confiance constructive et personnalisée. Le client attend d'un vendeur un conseil éclairé et une connaissance pointue des risques auxquels expose tel type de produit /de stratégie.

Le Structureur (ou ingénieur financier)

Les ingénieurs financiers sont en relation avec les vendeurs (qui les épaulent dans l'aspect commercial des montages) et des traders (qui les aident à pricer ces montages). Le concept d'un montage peut provenir des vendeurs, des traders ou des ingénieurs.

Le pôle Research (ou analystes économiques et techniques)

Le Front-Office d'une salle de marché dispose d'une unité de recherche économique, technique et produit (recherche crédit, commodités) dédiée. Les analystes économiques et techniques sont à la disposition des traders et des vendeurs pour des études rapides, des vues fondamentales ainsi que le suivi régulier du marché ou d'une classe de produits (morning meetings, etc.).

En particulier, les économistes sont en charge de faire la synthèse de l'actualité, percevoir les tendances et communiquer leurs anticipations.

Les autres services dédiés au Front Office

- Les services informatiques dédiés au Front-Office

Le Front-Office d'une salle de marché dispose également de services informatiques dédiés. Leur rôle est fondamental et ils peuvent intervenir aussi bien en support qu'en conception de logiciels et d'outils en relation avec tous les autres acteurs.

La salle de marché est très consommatrice en systèmes d'information (qu'il s'agisse de l'information et de la communication externe, ou interne telle que la relation avec le Back-Office ou les autres services de la banque).

- Le service juridique

Il élabore les contrats et vérifie ceux soumis par les autres contreparties. Le rôle des juristes évolue avec la sophistication croissante des instruments financiers.

- L'audit et le contrôle interne

Aujourd'hui, la prise en compte du risque de réputation / d'image pousse à mieux organiser la fonction de contrôle interne (risk management) au sein des banques. Le rôle du contrôle interne est d'écrire les processus et d'en établir l'efficacité et l'efficacités. L'audit vérifie l'intégrité de ces processus.

- La conformité / déontologie

Cette fonction a vu son importance croître grandement durant les années 2000. Le cadre juridique des activités de marché s'est structuré et est devenu plus contraignant, créant un risque juridique significatif pour les activités de marché (accroissement du nombre de procédures pour défaut de conseil, comportement abusif voire escroquerie).

Les textes édités par la déontologie / conformité visent à régir le fonctionnement interne de la salle de marché ainsi que la relation externe avec la clientèle. Il en résulte que la passation des ordres pour le compte de la clientèle ainsi que la proposition de services et de produits à celle-ci doit faire l'objet d'une vérification préalable. Cette contrainte semble néanmoins peu compatible avec l'activité de la salle de marché (prise de décision rapide, etc.) mais elle constitue surtout un guide vers des meilleures pratiques. Ces règles de déontologie se fondent sur plusieurs principes : l'exigence de transparence, la pérennité des relations avec la clientèle, l'encadrement de la rémunération du personnel du Front-Office en vue d'éviter la poursuite d'intérêts contraires à ceux du client, le respect de l'intégrité du marché, l'égalité de traitement des clients.

L'incorporation de ces principes dans des règles de déontologie communiquées et mises en place en interne vise à la constitution d'un référentiel commun de bonnes pratiques. Ces règles de déontologie doivent être un instrument de confiance dans les marchés entre investisseurs et émetteurs, ainsi qu'entre prestataires de services d'investissement (PSI) et clients.

Un cas particulier : le courtier

On peut distinguer dans l'univers des salles de marché « sell-side » les activités de marché des activités de courtage.

Le courtier ne prend pas de position ouverte sur le marché. Dès lors, il n'est pas exposé au risque de contrepartie ou au risque de marché. En outre, le courtier n'assume pas de risque sur la bonne fin des opérations. A l'inverse, les activités de marché (hors courtage) des institutions bancaires se rémunèrent justement sur cette prise de position et donc de risque.

Dans certains compartiments, la fonction d'intermédiation du courtier tend à s'estomper avec l'automatisation et l'informatisation de la cotation et de la communication.

3. Organisation d'une salle de marché

Une organisation hiérarchisée en Front-Office, Middle-Office et Back-Office

Bien que le Middle-Office (MO) et le Back-Office (BO) ne soient normalement pas installés dans la salle de marché, nous incluons ces deux départements dans notre présentation car ceux-ci jouent un rôle important dans l'organisation globale d'une salle de marché puisqu'ils contrôlent et suivent les transactions effectuées par le Front-Office (FO).

Le Front-Office

Le FO est considéré comme le cœur de la salle de marché. Il est le siège de la négociation, de la relation client et de la prise de décision et de risque.

Le Middle-Office

Le MO est responsable du suivi des risques et des résultats découlant de l'activité du FO. Il a une fonction de contrôle. Cette fonction est « jeune » puisqu'apparue dans les années 1990 seulement.

Concernant le suivi des résultats du FO, le MO rapproche les résultats bruts des transactions des résultats comptables obtenus par les systèmes d'informations, c'est-à-dire qu'il opère une surveillance des opérations du FO avant comptabilisation (cristallisation) définitive, afin d'éviter les erreurs de saisie et de paiement par le BO. Le MO établit également le P&L des opérateurs du FO.

Il assure également le suivi des risques (contrepartie, taux, change, liquidité, etc.). L'importance du MO est évidente car il fait le lien entre le FO et les autres fonctions de suivi (BO, audit, contrôle interne, etc.). Le MO met en place des procédures de fonctionnement rigoureuses car les risques associés aux opérations du FO sont importants : en effet, ces opérations sont effectuées par téléphone le plus souvent (sans trace écrite formelle), des montants élevés sont traités avec une grande rapidité, etc. Le MO s'assure également de la conformité des actions du FO avec la réglementation (externe et applicable à l'ensemble du secteur ou du produit concerné) et les bonnes pratiques (internes à la banque), du non dépassement des limites de risque imposées au FO et de la qualité des dossiers (qualité crédit des contreparties, etc.).

Il faut néanmoins distinguer le MO de la fonction support de contrôle des risques. Cette dernière n'est pas intégrée à la salle de marché mais est commune à et organisée au niveau de la banque dans son ensemble.

Le Back-Office

Le BO est un service administratif. Il effectue les paiements induits par le FO (paiement vers la clientèle ou les contreparties interbancaires, bonne réception des versements), comptabilise les

opérations, détermine les positions et exerce dans une certaine mesure une fonction de contrôle. Son importance est donc également cruciale dans le fonctionnement d'une salle de marché. On estime qu'il faut approximativement deux à trois personnes au BO pour un opérateur en FO.

La méthode dite « Straight-Through-Processing » fait son apparition et permet d'automatiser la transmission d'information du FO vers le BO. Cette méthode vise à améliorer la vitesse et la fiabilité de traitement des opérations en informatisant ce processus. Cette automatisation des flux vise également à accroître la productivité du BO et réduire les délais de règlement-livraison (de 3 jours ouvrés en général à 1 jour ou jour-même).

En résumé, le MO et le BO sont des dispositifs cruciaux car ils permettent de détecter des erreurs coûteuses.

En principe, ces trois cercles sont indépendants hiérarchiquement : ils sont chacun rattachés à des directions indépendantes jusqu'au plus haut niveau possible. En effet, le BO et le MO suivent, comptabilisent et contrôlent les opérations du FO. Par conséquent, un cloisonnement hiérarchique est nécessaire afin d'éviter les conflits d'intérêt. Cette muraille doit éviter la collaboration entre les employés en vue de contourner les règles en vigueur. Cependant, ces trois cercles, bien que distincts et étanches, sont interdépendants et travaillent en proximité géographique au sein de la banque. De plus, les échanges informels sont monnaie courante.

Une organisation en desks

Une salle de marché se caractérise par un décroisement total entre différents acteurs et différents types de transactions. Ainsi, certains opérateurs travaillent sur des produits simples (« vanilles »), d'autres des produits complexes (« structurés »). Certains travaillent sur des transactions fréquentes et nombreuses (produits de flux), d'autres sur des transactions plus longues, personnalisées et plus complexes. Dans cette structure ouverte, peu hiérarchisée et plurielle, l'unité d'organisation pertinente semble être celle du desk.

Les desks sont des groupes semi-autonomes qui composent une salle de marché. Les opérateurs d'une salle de marché ne travaillent pas seuls et sont intégrés dans ces équipes semi-autonomes. Le P&L est d'abord calculé au niveau individuel, mais il est également consolidé et suivi au niveau d'un desk. Ce regroupement se fait par type de produit. Bien que chaque opérateur soit responsable de sa prise de position et de la gestion des risques associés, l'organisation en desk sert à concentrer la capacité de plusieurs opérateurs sur des opérations critiques (par exemple, le débouclage urgent d'une position nécessite de connaître au plus vite les conditions des nombreuses contreparties potentielles. L'ensemble du desk est alors mobilisé).

Matrice produits / métiers

Un desk est donc un regroupement par type de produit traité. A l'intérieur de celui-ci, les différents métiers que nous avons exposés plus haut opèrent. On parvient alors à disséquer l'organisation d'une salle de marché en une matrice produits / métiers.

Produits / métier	Change comptant	Change à terme	Swaps cambistes	Futures de devises	Options de devises	Bonds ²
Market Making						
Trading intraday						
Vente clients						
Arbitrage						

Dans la matrice ci-dessus, chaque motif représente un desk, à l'intersection d'un (ou plusieurs) produits et d'un (ou plusieurs) métiers. La matrice dans son ensemble représente une salle de marché, composée de plusieurs desks. Notons que les produits mentionnés sont les produits traités principalement par les desks, mais qu'ils peuvent utiliser d'autres produits pour couvrir leurs positions en faisant appel à d'autres desks de la banque ou des contreparties externes.

4. Les régulateurs d'une salle de marché

Régulateurs français

L'AMF

L'Autorité des Marchés Financiers a été créée le 1er août 2003 en remplacement notamment de la Commission des Opérations de Bourse (COB).

Sa mission reste inchangée :

- Elle veille à la protection des épargnants dans le cadre des entreprises faisant appel public à l'épargne ou dans le cadre d'introduction d'instruments financiers sur les marchés financiers,
- Elle veille à la régularité de l'information donnée aux acteurs des marchés financiers,
- Elle veille au bon fonctionnement des marchés financiers.

L'AMF a le pouvoir de contrôler tous les marchés financiers, même les marchés non réglementés. Elle apporte également son aide au législateur pour l'élaboration de la réglementation relative aux marchés financiers (y compris au niveau européen). Ses différents pouvoirs sont :

- Pouvoir réglementaire, pouvoir de contrôle et d'enquête, pouvoir d'injonction, pouvoir de sanction individuelle.

Régulateur britannique

Financial Services Authority (FSA)

Ce régulateur britannique a été créé par le Financial Services and Markets Act de 2000 pour réguler les marchés financiers. La FSA poursuit quatre objectifs principaux :

- Maintenir la confiance des investisseurs dans les marchés financiers (Market Confidence),
- Protéger les clients sur les marchés (Consumer Protection),
- Limiter les possibilités de fraude en matière financière (Financial Stability),
- Encourager et faciliter la compréhension des marchés financiers par le public (Reduction of Financial Crime).

La FSA est basée à Londres. Elle est considérée comme un organe non-gouvernemental indépendant possédant les pouvoirs légaux conférés par la loi de 2000. Ce régulateur est responsable de la réglementation des services financiers pour tout le Royaume-Uni, notamment banques, conseil financier, courtage, activité de prêts, compagnies d'assurance.

Contrairement à l'AMF française, la FSA ne régule pas les offres publiques britanniques ; cette mission est dévolue au Takeover Panel (Panel on Takeovers and Mergers).

Régulateur américain

Securities and Exchange Commission (SEC)

C'est le régulateur américain au niveau fédéral. Il a été créé suite à la crise de 1929 dans le cadre du New Deal lancé par F.D. Roosevelt, par le Securities Act de 1933 (qui a pour objectif d'assurer aux investisseurs la mise à disposition d'informations financières et de toute autre information significative concernant les produits financiers (actions, obligations) faisant appel public à l'épargne, ainsi que d'interdire la dissimulation, la déformation et toute autre fraude dans la vente de produits financiers).

La SEC est organisée en plusieurs divisions :

- Corporate Finance (supervision des activités des sociétés cotées, interprétation de la législation),
- Market Regulation (supervision des acteurs des marchés financiers),
- Investment Management (supervise la gestion d'actif et les activités d'investissement),
- Enforcement (recherche et sanctionne les manquements à la législation),

En conclusion de la partie I de notre exposé, soulignons que nous avons détaillé l'organisation d'une salle de marché d'un point de vue statique (acteurs, unités FO / MO / BO, desks, etc.). Néanmoins, dans une vision dynamique de la salle de marché (c'est-à-dire son fonctionnement), quelles limites et quels dysfonctionnements peut-on identifier ?

II. Les limites du fonctionnement de la salle de marché

1. Les principales défaillances de la salle de marché

La salle de marché, par ses défaillances, peu mettre en péril l'existence de l'institution financière dont elle fait partie. Hormis une crise de liquidité qui tient davantage à une défaillance du modèle économique de l'institution qu'au fonctionnement de la salle de marché elle-même (Lehman Brothers, Bear Stearns...), la principale cause des défaillances est d'ordre opérationnel (risque opérationnel).

Opérations fictives / Dissimulation de position

Une opération fictive est rendue possible par un système qui permet d'affecter une opération à une contrepartie elle-même fictive, ou à une contrepartie réelle, mais que le système n'envoie ni à la contrepartie, sous forme de confirmation automatique, ni au back-office, pour règlement et comptabilisation.

La dissimulation de position est également rendue possible par l'absence d'un mécanisme de contrôle de limites avec transmission d'alerte de dépassement aux équipes de gestion des risques, ou par une non prise en compte de telles alertes.

Ainsi, Jérôme Kerviel a pu contourner les systèmes de contrôle des risques (au niveau du MO et du contrôle interne) parce qu'il avait débuté son parcours au sein du MO du desk où il a été promu trader (desk « Delta One » de la Société Générale, i.e. gérant les activités sur produits dérivés à delta comparable au sous-jacent).

Délit d'initiés

Malgré la mise en place du Chinese Wall au sein des institutions bancaires qui permet d'empêcher toute information de circuler entre la salle de marché et les départements de la banque d'investissement comme le département de fusions acquisitions, certains délits d'initiés peuvent s'expliquer par la proximité, au sein de la salle des marchés, de desks aux intérêts divergents, comme celui des émissions sur le marché primaire et celui du placement pour compte de clientèle.

En novembre dernier, par exemple, les autorités de surveillance des marchés japonais ont constaté d'importantes ventes à perte sur certains titres qui, quelques jours après, ont lancé une émission nouvelle de titres. Le titre Nippon Sheet Glass s'est donc effondré de 15% peu avant l'annonce de son augmentation de capital.

Manipulation de cours

La manipulation des cours consiste à acheter ou à vendre massivement un titre dans le but de lancer ou d'arrêter une tendance sur la valeur du titre. Elle peut être rendue possible par l'absence de

contrôle de la part détenue sur ces instruments par rapport à l'encours total émis (qu'il s'agisse d'une capitalisation, pour une action, ou d'une position ouverte, pour un instrument à terme).

La commission européenne a présenté le 1^{er} décembre 2010 un règlement pour interdire la manipulation des cours et les délits d'initiés dans le secteur de l'énergie en Europe afin d'instiller un peu de moralité sur des marchés très spéculatifs et générateurs d'énormes profits. Dans ce secteur il est très facile de manipuler les prix en créant une impression erronée sur la disponibilité des capacités, voire en réduisant la production réelle. Le nouveau règlement qui entrera en application en 2012 devrait interdire aux négociants d'utiliser des informations privilégiées (capacité des installations de stockage, consommation ou transport d'électricité ou de gaz) pour tirer profit de leurs transactions ou manipuler le marché en provoquant des hausses artificielles de prix.

Défaut de contrôle du trader

Le défaut de contrôle du trader se manifeste par la faiblesse du dispositif de reporting exigé de lui, ou par le manque d'expertise ou d'analyse critique des destinataires de ce reporting.

Erreur de saisie

Une erreur de saisie est possible si le système est faible en contrôles de plausibilité, tel que sur l'ordre de grandeur d'une transaction, ou n'applique pas le principe des « quatre yeux ».

Nous pouvons prendre exemple de l'erreur survenue en mai 2010 dans une salle de marché américaine. La seule erreur d'un trader a réussi à faire plonger le Dow Jones de près de 9% (son plus bas niveau depuis le krach de 1987) avant de se redresser à -3%. En spéculant sur l'action Procter & Gamble, le trader avait passé un ordre de 16 milliards au lieu de 16 millions. L'action avait ainsi chuté de 37%.

Comment éviter de tels emballements du marché financier ? Pour les spécialistes, un « filtrage » automatisé des transactions est devenu indispensable : « Il existe des systèmes de filtrage pour l'ensemble du marché, mais pas pour des ordres de vente ou d'achat en particulier. Quand un ordre est manifestement exorbitant, il faudrait pouvoir l'arrêter ».

2. Les limites du fonctionnement au vu de la crise financière récente

La genèse de la crise

Nous traversons la crise financière la plus profonde depuis les années 1930. Cette crise a la particularité de ne pas avoir été causée par un événement externe (tel que l'augmentation des prix par l'OPEP dans les années 1970), mais trouve son origine au sein même du système financier. L'existence d'un défaut inhérent à celui-ci remet en cause la théorie généralement acceptée selon

laquelle les marchés financiers tendraient à l'équilibre, les écarts étant l'effet du hasard ou d'événements externes soudains, auxquels les marchés auraient du mal à s'ajuster.

La crise financière actuelle a en partie trouvé son origine dans des facteurs classiques comme la forte expansion du crédit, la hausse soutenue des prix des actifs (sur les marchés du logement, en particulier) et une explosion des prêts consentis à des agents économiques peu solvables (ici, des prêts hypothécaires à haut risque ou subprime). Mais elle a aussi été causée par des facteurs moins classiques qui sont véritablement spécifiques à la situation actuelle et qui ont contribué à faire de cette crise une crise d'une extrême ampleur : développement du transfert et de la diffusion des risques, course effrénée à la rentabilité qui a nourri un essor de la demande d'actifs à haut risque, ignorance a priori des risques des valeurs hypothécaires / produits dérivés / CDS, incertitude a posteriori sur ces risques, incitations inadaptées dans les institutions financières sur le plan du gouvernement d'entreprise et de la gestion, rôle des autorités de réglementation et des agences de notation.

Le rôle des différents acteurs :

- Les institutions financières, les agences de notation et le rôle des opérateurs de marché

A force de toujours vouloir maximiser leurs marges, les institutions financières ont mis en place des produits de plus en plus complexes, la plupart du temps créés à partir de modèles stochastiques très élaborés. Avec la titrisation rendue possible par les nouvelles technologies de calcul et de communication et les modèles mathématiques, puis l'émergence des dérivés titrisés, ces stratégies et services sont devenus de moins en moins compréhensibles par la direction même des banques qui les proposent. En outre, ces nouveaux modèles et produits ne prenaient pas en compte les risques de défaillance généralisée du marché (corrélation de la défaillance des contreparties emprunteuses dues à l'indexation de leur qualité de crédit sur la valorisation du sous-jacent immobilier).

Avec la crise des subprime, les opérateurs sur les marchés se sont rendus compte qu'ils ne disposaient pas d'une information fiable sur la nature des sous-jacents et la structuration des instruments dérivés. En outre, l'évaluation des risques de ces titres complexes était trop peu alarmiste, tandis que la notation crédit et la protection apportée par les rehausseurs de crédit se sont avérées erronées.

- Le rôle des régulateurs

Aucune banque centrale, autorité de marché, FMI ou BRI, n'a essayé de comprendre ou d'enrayer l'émergence et la diffusion mondiale de ces produits financiers douteux.

3. Une gestion des risques défaillante au sein des salles de marché

Le paradoxe fondamental de la gestion des risques au sein d'une salle de marché est qu'il faut réguler et contrôler la prise de risque d'une activité qui se rémunère justement sur le risque.

En effet, les salles de marchés, dans leur évolution moderne, sont les centres de prise de risque et non plus de simples interfaces administratifs.

La question qui se pose est alors celle de l'autonomie à accorder aux opérateurs du FO. Ils doivent disposer de suffisamment de latitude afin de prendre des positions rémunératrices (donc risquées) mais ne doivent pas être laissés totalement libres car on constaterait alors une prise de risque inconsidérée. Cette logique de rémunération par la prise de risque pousse en effet les opérateurs du FO à flirter avec les limites et les contraintes imposées afin de délivrer la meilleure performance possible. Il est ainsi étonnant de constater que les opérateurs du FO sont ceux qui ressentent la plus grande autonomie (l'autonomie et la liberté sont constitutives de l'identité du trader) alors qu'ils sont la catégorie d'acteurs la plus surveillée en salle de marché.

Il apparaît alors un second paradoxe. L'encadrement de la prise de risque pousse les instances responsables (la hiérarchie, le contrôle interne, l'audit interne et le MO) à mettre en place un système de contrôle des risques très strict, mais les défaillances et les déviations continuent d'exister, à en juger par les nombreux scandales récents intervenus au sein des salles de marchés.

En outre, le risque peut être mal calculé, parce qu'il dépend de paramètres dont la qualité ne peut être vérifiée, ou parce qu'une confiance excessive est accordée au modèle mathématique utilisé.

Topographie des risques gérés par une salle de marché :

- Le risque de crédit

C'est le premier risque qui touche une salle de marché. Il peut se définir comme l'incertitude quant à la possibilité ou la volonté d'une contrepartie de la salle de marché à honorer ses obligations. Ce risque porte sur les intérêts et le principal d'une opération.

Ce risque de crédit peut provenir de plusieurs types d'acteurs. Tout d'abord, il peut concerner une contrepartie emprunteuse vis-à-vis de la salle. Par exemple, les activités de prime brokerage consistent à traiter les ordres d'une clientèle particulière : les hedge funds. La salle de marché est alors le lieu où se prennent des décisions d'engagement de bilan envers ces hedge funds (octroi de lignes de crédit pour des stratégies de vente à découvert par exemple). Deuxièmement, le risque de crédit peut provenir d'une contrepartie envers laquelle la salle est emprunteuse. Dans le cas de lignes non-tirées auprès d'une autre contrepartie interbancaire par exemple, le défaut de cette dernière

entraînera des problèmes de liquidité auprès de la salle si celle-ci avait besoin de ces lignes. Troisièmement, le risque de crédit peut provenir d'une contrepartie engagée dans une opération sur produit dérivé. Dans ce dernier cas, la spécificité du risque de crédit est qu'il se matérialise avec un déport dans le temps (il ne se réalise qu'à échéance, avec la constatation que l'une des parties ne peut satisfaire à ses obligations contractuelles, notamment dans le cas des marchés de gré à gré).

En outre, le risque de crédit peut prendre plusieurs formes. Il peut s'agir d'un risque de défaut pur et simple, d'un risque de dégradation de la qualité de crédit de la contrepartie (imposant alors de provisionner davantage de créances douteuses ou de se défaire de l'engagement avec une décote) ou encore d'un risque concernant le taux de recouvrement.

- Risque de marché

Le deuxième risque affectant une salle est le risque de marché. Il se caractérise par le risque que fait courir une variation de prix d'un instrument (action, obligation, crédit structuré, option, futures, etc.), comptant ou à terme. Un outil d'évaluation du risque de marché est la VaR. Elle mesure la perte de valeur potentielle d'un actif ou d'un portefeuille d'actif à un horizon et une probabilité donnée. Les trois méthodes de calcul de la VaR sont la méthode historique, paramétrique ou simulation de Monte Carlo.

- Risque de taux

La troisième catégorie de risque est le risque de taux. Il survient lorsqu'il existe une différence de maturité globale et de type d'exposition (taux fixes ou variables) entre le passif et l'actif géré par une salle de marché. La gestion actif-passif vise à immuniser autant que possible le bilan d'une salle de marché au risque de taux. De plus, le risque de taux intervient sur la valorisation des positions obligataires et monétaires détenues par les opérateurs d'une salle de marché.

- Risque déontologique

La dernière catégorie de risque est celle du risque déontologique. Sa prise en considération est grandissante (risque d'image et de réputation).

Défaillance dans la gestion des risques au cours de la crise récente

Plusieurs facteurs expliquent la défaillance dans la gestion des risques au sein des salles de marché au cours de la crise financière et bancaire récente.

- Une prise de décision difficile à encadrer

L'activité d'une salle de marché est une activité de décision pure et complexe. La salle de marché travaille uniquement sur de l'information, et les contrats et instruments échangés sont immatériels. Dès lors, le contrôle des risques est problématique.

En vue d'une gestion des risques efficace, il faut consolider les positions à l'échelle d'une salle de marché afin d'adopter une vision globale des risques, et non une vision par individu ou par desk. Cet impératif est rendu d'autant plus difficile par l'hétérogénéité et la complexité des méthodes de valorisation, la dissémination des modèles et des feuilles de calcul sur les postes individuels, etc. Un système d'information uniformisé et centralisé est nécessaire.

Il faut également considérer que la prise de décision n'est pas totalement rationnelle dans une salle de marché. Il s'agit ici de prendre en compte les biais cognitifs et émotionnels qui affectent cette prise de décision. Le biais cognitif peut se définir comme l'influence de connaissances ou de croyances erronées. Le biais émotionnel se définit comme l'effet négatif des émotions de l'opérateur sur sa performance.

- Un savoir et des savoirs-faires complexes et morcelés

Ce qui caractérise le fonctionnement d'une salle de marché, c'est le morcellement du savoir et du savoir-faire entre opérateurs individuels ou desks.

En effet, les desks sont autonomes et développent des connaissances et des savoirs-faires complexes et particuliers aux types de produits / stratégies qu'ils couvrent. Par conséquent, les opérations qu'ils font peuvent apparaître opaques et peu compréhensibles aux yeux des équipes en charge du contrôle (contrôle interne et MO), voire de la hiérarchie.

De plus, les savoirs-faires utilisés au sein des desks du FO sont difficilement formalisables (savoirs-faires empiriques). En outre, ces savoirs et savoirs-faires sont instables dans la mesure où ils évoluent constamment et rapidement en fonction de nouvelles conditions de marché, d'innovations financières, etc. Ainsi, les prix de marché, les opportunités exploitées et les stratégies mises en place ne peuvent faire l'objet d'une prévision et d'une formalisation ex-ante.

Par conséquent, les organes de contrôle et la hiérarchie peuvent difficilement exercer un contrôle des risques ex-ante (communiquer des codes de bonnes pratiques, modéliser le risque des activités du FO, etc.) et sont contraints à ne pouvoir réagir qu'a posteriori aux défaillances.

- Remise en cause de l'efficacité du contrôle exercé par le Middle-Office / Back-Office, le contrôle interne et la hiérarchie

Malgré le rôle de contrôle qui est dévolu au dispositif MO / BO, il semble que son efficacité ait été remise en cause dans la crise récente, voire que les dysfonctionnements de ce dispositif ont contribué à faire naître et aggraver la crise.

Premièrement, il semble qu'on observe, au sein des salles de marché, une dichotomie nette entre les sphères du Front-Office et du Middle-Office / Back-Office.

Cette différence s'exprime en termes de statut : le MO / BO est vu comme une fonction purement administrative alors que le FO est le lieu où se prennent les décisions. De plus, le Front-Office est seul maître du savoir et des savoirs-faires générateurs de profit. De ce fait, le FO est considéré comme le centre de profit de la salle de marché alors que le MO / BO est vu comme un centre de coût -qui rogne ces profits. S'il est vrai techniquement que le FO est le centre de profit -les positions sont prises par les opérateurs du FO exclusivement- cette vision est trop simpliste car l'activité du FO ne pourrait se dérouler sans le soutien et le contrôle du MO / BO.

Les salariés du MO / BO peuvent alors ressentir un manque de considération pour leur fonction, voire même de l'animosité de la part de opérateurs du Front-Office qui reportent leur stress sur eux. La coopération est donc perçue comme difficile ou conflictuelle, et le MO / BO peut dès lors se retrancher dans une forme de passivité : pour ne pas rentrer en conflit avec les opérateurs du Front-Office, ils entérinent leurs opérations sans remise en cause ni regard critique. Ce manque d'implication et de considération est confirmé par le turnover élevé des employés en Back-Office par exemple.

La résultante est un statut social privilégié accordé au Front-Office. Il a le soutien de la hiérarchie car il a le statut de contributeur direct aux profits de l'institution. De plus, les opérateurs du Front-Office peuvent exercer un certain chantage sur leur direction car ils maîtrisent (bien qu'ils ne possèdent pas) des actifs stratégiques à l'activité de la salle de marché : savoir et savoirs-faires techniques complexes, portefeuilles de clients, etc. Dès lors, ils bénéficient d'une certaine latitude dans leur prise de décision et de risque. En somme, c'est la dichotomie de statut entre Front-Office et Middle-Office / Back-Office qui explique un mauvais encadrement des actions du Front-Office et un certain laissez-faire dans la prise de risque.

Deuxièmement, il semble que les conflits d'intérêts ne soient pas résolus au sein des salles de marché entre Front-Office et MO / BO / contrôle interne. Ainsi que nous l'avons souligné, FO, MO, BO et contrôle interne (risk management) appartiennent à des lignes hiérarchiques distinctes afin de ne pas générer de conflit d'intérêt. Cependant, il semble que le contrôle exercé notamment par le Middle-Office et le contrôle interne ne soit pas toujours impartial. En effet, il est assez courant que les opérateurs du Middle-Office ou du contrôle interne veuillent accéder aux fonctions de Front-Office.

Employés du FO, du MO et du risk management disposent souvent du même niveau universitaire (Bac+5), mais les postes du FO sont souvent réservés aux diplômés de Grandes Ecoles alors que les diplômés de l'Université, à niveau de formation égal, peuvent n'accéder qu'au MO ou aux fonctions de contrôle interne. Cette hiérarchie implicite (par le diplôme) fait que les employés du MO et du risk management peuvent souhaiter sympathiser et entretenir de bonnes relations avec ceux du Front-Office, malgré la séparation hiérarchique. En effet, c'est par cooptation que les anciens du MO ou du risk management seront recrutés aux postes du Front-Office, d'où la nécessité d'entretenir de bonnes relations. L'impartialité et l'objectivité du contrôle des risques s'en trouvent alors affectées. Nous pouvons illustrer notre point par le cas de Jérôme Kerviel qui est un diplômé universitaire issu du Middle-Office, ayant par la suite accédé à un poste de trader par cooptation. On voit également que cette proximité et cette cooptation entre Front-Office et Middle-Office a permis à Jérôme Kerviel de déjouer les procédures de contrôle du MO qu'il connaissait parfaitement pour y avoir exercé auparavant.

Troisièmement, on peut illustrer l'ascendant du Front-Office par le système de rémunération de ses opérateurs. Leur rémunération plus élevée que les autres services de la salle de marché renforce leur sentiment de légitimité. Ils bénéficient de la complaisance de leur direction qui ne veut pas voir un desk entier partir à la concurrence, emportant avec elle le savoir, le savoir-faire et les clients. Ce rapport de force favorable rend donc possible les comportements déviants (prise de risque démesurée, non-respect des procédures de contrôle et des limites fixées, etc.).

En conclusion, l'ascendant du Front-Office sur le reste de la salle de marché et sur la hiérarchie de celle-ci peut expliquer l'inefficacité de la gestion des risques. On est alors en mesure d'expliquer le paradoxe d'une hyper-régulation des activités du Front-Office qui n'empêche pas, dans les faits, les déviations et les défaillances.

III. Pistes d'amélioration, leçons à tirer et réformes à adopter

1. Quelle évolution souhaitable de l'organisation et du fonctionnement de la salle de marché ?

On peut souligner que les défaillances imputables à la salle de marché relèvent d'un problème organisationnel et non de gouvernance (définie comme l'encadrement et la surveillance des actions des dirigeants). En effet, les dysfonctionnements de la salle de marché ne sont pas dus à un manquement de la hiérarchie, mais bien à l'organisation et au fonctionnement de la salle de marché en elle-même.

Réformer le statut des fonctions MO / BO

Il semble nécessaire de revaloriser le statut du Middle-Office et du Back-Office.

Cela nécessite par exemple d'harmoniser le recrutement entre les différentes fonctions afin d'éviter les frustrations et la perception d'une différence de statut social.

Il faut également repenser la mobilité des acteurs du MO vers le FO en ouvrant des passerelles balisées entre les deux sphères (i.e. en formalisant ce processus de recrutement) afin d'éviter la cooptation qui créent une collusion néfaste à un contrôle des risques objectif et impartial. Cette mobilité accrue peut aussi s'envisager du FO vers le MO par exemple. En engageant d'anciens traders ou ingénieurs financiers à des postes de contrôle des risques, on revalorise le statut du MO et on résout le manque de technicité des opérateurs du MO qui permet actuellement aux opérateurs du FO d'élaborer des stratégies et des produits complexes dont eux seuls comprennent les risques.

On peut également repenser la façon dont les acteurs du Middle-Office par exemple sont associés à la prise de décision du Front-Office et constituer une processus de prise de décision en binôme. Il est nécessaire en tout cas de ne plus faire apparaître le FO comme le centre de profit par rapport aux autres fonctions envisagées comme centres de coût. Une plus grande implication du MO dans la décision, une formation plus pointue des opérateurs du MO aux techniques et aux produits de marché permettrait de leur donner un statut de co-décideur. En outre, ce rapprochement occasionnerait moins de frictions dans le processus de contrôle, dans la mesure où le MO n'interviendrait pas en aval seulement de la transaction mais dès l'origination de celle-ci.

En un mot, il faut réussir à motiver et responsabiliser davantage les opérateurs des fonctions de contrôle en augmentant leurs prérogatives et leur implication dans la prise de décision, sans perdre de vue la nécessaire indépendance de leur statut.

Repenser le système de rémunération au sein de la salle de marché

Il semble nécessaire de revoir le système de rémunération au sein de la salle de marché à deux égards :

-Tout d'abord, il faut réduire les écarts de rémunération entre le FO et les autres fonctions de la salle. Cet écart de rémunération se matérialise dans la part variable de la rémunération des opérateurs. Ainsi, les bonus des traders / vendeurs peut atteindre 4 fois le montant de la rémunération fixe, les ingénieurs financiers 2,5 fois, les autres fonctions moins de 0,5 fois souvent. Reconsidérer le système de rémunération semble donc un pré-requis à la revalorisation des fonctions de MO / BO et des autres fonctions en salle de marché,

-Deuxièmement, il faut repenser la détermination de la rémunération du MO et du BO. Il faut qu'elle soit indépendante de la performance du ou des desks qu'ils contrôlent afin d'éviter tout conflit

d'intérêt. Il semble qu'il faille plutôt baser la rémunération de ces deux fonctions sur la performance globale de la salle de marché ou du département activités de marché de la banque, afin que leur rémunération ne soit pas liée directement aux produits et aux opérateurs qu'ils contrôlent.

2. Comment améliorer la gestion des risques ?

En plus d'une réforme réglementaire et d'une réorganisation au sein des banques, deux pistes sont à considérer dans la conception d'un nouveau système de gestion des risques.

Prendre en compte la dimension émotionnelle et psychologique

Pour une gestion des risques plus efficace, il est nécessaire de prendre en compte les déterminants psychologiques et émotionnels qui influent sur la prise de décision des opérateurs du Front-Office. Ceux-ci sont influencés par des biais psychologiques et émotionnels (cf. ci-avant) qu'il faut connaître afin d'adapter le contrôle que l'on exerce sur eux. Le contrôle des risques ne peut être purement quantitatif. Par exemple, il faut tenir compte de l'aversion aux pertes des opérateurs du FO : elle conduit à réaliser les profits rapidement, mais à éviter de couper les pertes aussi longtemps que possible. Dans ce cas de figure, l'opérateur du FO tend à minimiser les signaux négatifs du marché (c'est-à-dire les signaux divergents par rapport au scénario qu'il avait élaboré) et à les considérer comme temporaires. Un contrôle des risques purement quantitatif ne détecterait cette perte latente qu'une fois réalisée. Cette absence potentielle de rationalité des opérateurs doit donc être détectée en amont par les fonctions de contrôle ; le MO doit alors être formé à ces biais émotionnels et psychologiques des opérateurs du FO.

Nécessité d'une gestion des risques globale et consolidée

Il s'agit de mettre en œuvre un système de contrôle des risques qui consolide les expositions de plusieurs desks à l'échelle de la salle de marché, voire de plusieurs salles des marchés à l'échelle de l'institution bancaire. Il faut en effet sortir d'une vision des risques individuelle ou par desk, dans la mesure où un choc (tel que le défaut de paiement de certains ménages américains sur leur prêt immobilier) peut avoir des conséquences systémiques sur d'autres segments de marché (le marché interbancaire par exemple en 2008). Pour anticiper les effets de ces chocs globaux, il s'agit donc de consolider la vision des risques : analyse transversale, équipes de contrôle des risques communes à plusieurs desks / plusieurs salles, analyse des risques au sommet de la hiérarchie bancaire, etc.

3. Réformes réglementaires à adopter

Vers une réglementation plus stricte de l'activité de la salle de marché

La crise financière va entraîner d'importants changements réglementaires concernant les salles de marché. La réglementation financière va certainement s'alourdir et aura des impacts sur les applications utilisées au sein de la salle des marchés. Trois systèmes internes aux salles de marché devraient être revus :

- Le système de pricing : les modèles stochastiques d'évaluation des risques vont être revus et peut être simplifiés,
- Le système de trading : les traders seront plus contrôlés, la saisie des transactions sera automatiquement analysée et contrôlée via des mécanismes de contrôle du risque opérationnel. De plus les ventes à découvert seront soumises à un contrôle beaucoup plus important. Il faudra notamment prouver la présence d'opération d'emprunt de titres ou de prise en pension pour en garantir la livraison en date future et ainsi éviter des achats de dernière minute susceptibles de déséquilibrer le marché,
- Le système de surveillance et de contrôle du risque sera doté d'un module de surveillance en continu de la liquidité ; ce dernier sujet a été notifié par le régulateur britannique en 2009.

Nouvelles réglementations au sein de l'UE

Trois instances vont être créées. La première sera chargée de surveiller les banques, la deuxième, les assureurs, et la troisième, les marchés. Elles seront respectivement basées à Londres, Francfort et Paris. La surveillance quotidienne des institutions financières relèvera toujours des régulateurs nationaux, mais les trois nouvelles autorités paneuropéennes seront chargées d'arbitrer les éventuels conflits entre eux, ce qui doit permettre de mieux traiter le cas des établissements financiers qui disposent de filiales dans plusieurs pays.

Conclusion

En conclusion, soulignons que les salles de marché sont un environnement extrêmement complexe et passionnant, qui ne cesse d'évoluer au rythme des innovations financières et de la mutation de l'économie et du système financier globalisé. La salle de marché a profondément évolué à l'ère de la communication, qui a vu émerger des marchés financiers de plus en plus efficaces, aux marges réduites et aux risques complexes et diffus. La salle de marché n'est plus un interface administratif et passif avec les marchés financiers, mais le centre même d'élaboration de stratégies nouvelles, d'innovation financière et de prise de risque.

Dans ce contexte, la salle de marché est le théâtre de problématiques nouvelles et passionnantes : comment concilier autonomie et contrôle ? Comment repenser une organisation actuellement inégalitaire entre centres de coûts (MO / BO) et centre de profit / pouvoir (Front-Office) ? Comment intégrer une logique psychologique et émotionnelle dans la gestion des risques ? Comment empêcher que continuent les déviations et la prise de risque excessive de la part du FO dans un système qui est pourtant extrêmement régulé et contrôlé ?

Face à tous ces paradoxes, il semble que le premier travail ne soit pas une simple refonte des outils de régulation et de contrôle (contrôle quantitatif) ou une réorganisation superficielle de la salle de marché. Il apparaît au contraire nécessaire de changer notre vision même de la salle de marché : elle est un centre d'interactions complexes, non formalisables et changeantes, que les outils et les représentations classiques ne peuvent plus contrôler et modéliser.

Plus généralement, on peut souligner que la nouvelle régulation / organisation des salles de marché doit se faire au niveau mondial et dans le but d'éviter une propagation du risque systémique. L'échelle nationale ou une vision trop segmentée des marchés financiers est aujourd'hui dépassée.