**MEMOIRE : LA REMUNERATION DES TRADERS**

***Cours de Management Bancaire FING 31259***

***Yves LE VERGER***

***François LONGIN***

**Louis GLORIEUX** B00135442 (MSc3)

**Rémi LUPUYO** B00135581 (MSc3) T1 Année 2010 / 2011

**SOMMAIRE**

**Introduction**

**I – Description de la structure technique des bonus**

1. **Qui sont les traders ?**

1. **La structure des rémunérations au sein d’une salle de marché**
2. **Le mode de calcul des bonus**
3. **Evolution historique et disparités géographiques**

**II – Une rémunération hors norme conduisant à des dérives**

1. **Pourquoi assiste-t-on à des niveaux de rémunération aussi élevés ?** 
   1. **Analyse sociologique de la rémunération des traders**
   2. **Rôle du turn-over**
   3. **L’orientation méthodique du collectif de travail vers le profit**
2. **Les bonus, un hold-up à grande échelle ?**
3. **Des niveaux de rémunérations influençant le comportement des agents ? incitant à la prise de risque ?**
   1. **Théorie des options : Le bonus assimilable au pay-off d’un call acheteur, « sky is the limit »**
   2. **Des comportements liés parfois désastreux**

**III – Quel est le futur de la rémunération des traders ?**

1. **La gestion de l’après-crise**
   1. **Rôle de la Fédération Bancaire Française**
   2. **Mise en place progressive de nouvelles règles internationales**
   3. **Instauration d’une nouvelle pression fiscale : est-ce possible ?**
2. **Proposition de prolongation de la théorie des options**
   1. **Structure de bonus négatifs : pay-off d’un call vendeur : *hell is the limit***
   2. **Plafonnement des bonus : notion de cap**
   3. **Le système des stocks options**

**CONCLUSION**

**LA REMUNERATION DES TRADERS**

**Introduction**

Les rémunérations des traders ainsi que leur bonus ont toujours suscité une émotion certaine au sein de nos sociétés occidentales. Les quantités monstrueuses que de simples salariés peuvent empocher par leur simple travail inspirent à la fois jalousie, fantasme et dégout.

Le développement considérable de l’activité financière depuis les années 80, et partant des actifs financiers gérés par les salariés, a d’abord permis l’évolution du métier même de trader. Sa place est devenue de plus en plus centrale et sa rémunération a grandi avec. Son champ d’action a également évolué sensiblement avec le développement des produits dérivés.

Parce qu’elle est secrète et particulièrement élevée, la rémunération d’un opérateur de marché (autre nom donné au trader) suscite beaucoup d’interrogations et déclenche régulièrement l’indignation d’un public très large. On entend régulièrement dire que ces rémunérations ne sont que le reflet de la valeur ajoutée apportée par le trader. Après tout, si celui-ci rapporte 100 millions d’Euros par ses opérations à la banque pourquoi ne pourrait-il pas toucher 1% de ce montant ?

Nous verrons que la réalité est bien plus complexe et que ces rémunérations sont bien plus le fruit de l’hyper-spécialisation des opérateurs de marché qui évoluent dans un marché du travail où ce sont les salariés qui représentent les véritables actifs de l’entreprise et où ils ont acquis un pouvoir de négociation incontestable face à leurs dirigeants.

Nous nous attacherons ainsi en premier lieu à décrire les bonus et leur fonctionnement au sein d’une salle de marché. Puis nous chercherons à comprendre pourquoi et comment de telles rémunérations sont possibles. Enfin nous nous demanderons quel peut être le futur des bonus après la crise financière de 2008 qui a radicalement changé le paysage banquier.

**I – Description de la structure technique des bonus**

1. Qui sont les traders ?

Avant de commencer de s’intéresser de près à la rémunération des traders, il convient de définir ce qu’est un trader, quelle est sa place dans la banque et comment il interagit au sein de cette structure.

Pour cela, pénétrons un instant dans l’univers des salles de marché. Une banque de financement et d’investissement se décompose tout d’abord en trois parties distinctes :

* Les activités de prises de participation dans les entreprises.
* Les activités d’ingénierie financière qui regroupe les activités de fusions-acquisitions, d’augmentation de capital, d’emprunts obligataires notamment.
* Les activités d’intervention sur les marchés.

Toutes les activités ci-dessus se décomposent généralement en deux grandes parties : le *Front-office* et le *Back-office*.

Le *Front-office* détermine les transactions financières à mener tandis que le Back-office sert le premier pour lui offrir un support permanent, au niveau technologique, informatique ou administratif.

Un trader, ou Opérateur de Marché en français, fait partie du *Front-office* de la salle de marché, qui compte également les vendeurs, et les ingénieurs structureurs. Il est en charge de la valorisation d’un *book*, un portefeuille que la banque lui confie. On distingue quatre grandes fonctions occupées par les traders : les *market makers* qui cotent des prix à double sens afin de donner de la liquidité au marché ; les *arbitragistes* qui profitent de l’inefficience observée de certains marchés pour arbitrer certains titres ; et les *prop traders* qui spéculent avec les fonds propres de la banque.

On différencie également les traders selon qu’ils traitent des produits dits vanilles ou des produits plus complexes, les produits structurés.

En relation direct avec ces traders, les vendeurs sont l’intermédiaire entre les clients et la banque. Ils gèrent ici un actif bien spécifique, le portefeuille de clients, afin de leur proposer les produits émis par la banque.

Les ingénieurs structureurs eux conçoivent les produits qui seront vendus par les commerciaux.

Derrière ce Front-Office, se dresse un Back-Office qui est en charge du suivi des transactions financières, de la confirmation au règlement en passant par la comptabilité. Ce Back-Office possède un rôle qu’on tend trop souvent à négliger car sans lui le travail du Front serait impossible. Une des frustrations liée au haut niveau de rémunération des opérateurs de marché provient de cette image peu reluisante que possède le Back Office.

1. La structure des rémunérations au sein d’une salle de marché

Il est très difficile d’estimer avec précision les rémunérations exactes des opérateurs financiers qui de manière générale gardent le montant de leur rémunération secret.

La particularité des gens du front-office est de bénéficier d’un salaire variable très élevé par rapport à leur salaire fixe. Le salaire variable prend la forme d’un bonus qui peut aller de quelques milliers d’euros pour les gens du Back Office à des millions d’euros pour les responsables de salle.

Pour faire cette étude, nous nous sommes notamment basés sur les recherches très poussés d’Olivier Godechot dans son livre Working Rich, salaires, bonus et appropriation des profits dans l’industrie financière. Godechot recueille la hiérarchie des différents salaires d’une grande banque française en 1998 ramené en Euros de 2005.

Les résultats sont pour le moins étonnants. On découvre ainsi qu’un trader touche en moyenne un fixe de 72 000 € pour un variable de 300 000 € en moyenne. Soit plus de quatre fois le salaire fixe. Les montants sont de même grandeur pour les vendeurs mais deviennent bien moins importants pour les ingénieurs financiers : de l’ordre de 60 000 € le fixe pour un bonus de 150 000 €. Les responsables back-office ont eux un fixe convenable de 56 000 € en moyenne pour un bonus dérisoire de 25 000 €.

On constate également que plus la moyenne des bonus est élevée, plus son écart-type est important, montrant ainsi une très grande disparité de rémunérations parmi les traders. En effet, les rémunérations varient fortement selon le marché sur lequel exerce le trader. Un trader dérivé actions gagnera des sommes bien plus importantes qu’un trader évoluant sur les taux ou les matières premières.

Cette inégalité de salaire est encore plus clairement exposée dans un article intitulé Les hauts salaires dans la banque publié dans la Revue française d'Economie" n°1, vol XXII, juillet 2007, François Meunier s’attache à exprimer les rémunérations en Multiple du Salaire Moyen (MSM), en considérant un salaire moyen de 2500 euros par mois (ce qui est très élevé). Un trader sur produits dérivés perçoit ainsi en moyenne 36 MSM, un vendeur 26 MSM et un gérant 13 MSM.

En outre, sur un plan plus large, Godechot remarque que les dix plus grosses rémunérations des banques ont explosé depuis 1970. Elles ne concernent d’ailleurs plus les PDG mais bien « les spécialistes de marché ». Si le top 10 représentait 0,2% de la masse salariale de la Société Générale en 1980, il englobe aujourd’hui 4% de cette masse salariale. La hausse des inégalités au sein même de la banque semble avoir explosé avec le développement des marchés financiers.

La hiérarchie salariale est donc largement dominée par les traders et les vendeurs.

Mais comment sont calculés ces bonus ?

1. Le mode de calcul des bonus

Le bonus accordé aux intervenants sur les marchés financiers est une prime attribuée annuellement qui dépend de plusieurs facteurs distincts.

On a tendance à penser que les bonus sont si élevés car ceux qui en bénéficient feraient gagner X fois cette somme là à la banque. La justification est donc toute trouvée. Cette incitation est censée pousser le salarié à maximiser le profit de la banque en combinant une partie fixe et une partie variable dépendant d’un ensemble de facteurs les plus objectifs possibles.

Le montant total des bonus accordés, qu’on appelle généralement l’enveloppe des bonus, est d’abord décidé au niveau de la banque en général. Ainsi Goldman Sachs aura mis de côté quelque 16,2 milliards de dollars de salaires et de bonus pour l’année 2009, soit près de 36% du chiffre d’affaires de la même année.

De fait afin d’assurer un revenu minimum pour l’actionnaire, on apprend dans le livre de Godechot que l’enveloppe est calculée de la manière suivante :

PNB – Frais de structure – Provisions pour risque – Coût des fonds propres = Profit Net, Profit Net que l’on multiplie par un taux de bonus décidé par la direction pour calculer l’enveloppe finale.

La banque prend bien soin de calculer ici le « Coût des Fonds Propres » i.e. la rémunération du capital au titre des taux d’intérêt mais surtout du risque encouru. Le profit net correspond en quelque sorte à la véritable valeur créée pour l’actionnaire.

Cette valeur créée est ainsi ensuite soit distribuée aux salariés soit injecter dans la banque.

Deuxième étape, une division s’opère selon les différentes lignes métier de la banque. On repartit cette enveloppe entre les Dérivés actions, le Flux, la trésorerie, l’informatique, etc.

Cette répartition est le fruit d’une négociation qui a lieu tout au long de l’année entre les différents métiers. Elle illustre parfaitement l’importance majeure des bonus, le « soleil autour duquel gravite le monde financier » d’après l’expression utilisée par Godechot.

Une nouvelle étape consiste alors à repartir entre les différentes places, puis entre les différentes équipes, puis entre les personnes. Chaque chef d’équipe se bat ainsi littéralement pour assurer une enveloppe maximale à ses protégés.

La ventilation des bonus est donc un travail extrêmement complexe, qui se décide tout au long de l’année, et qui est un véritable bras de fer entre les dirigeants de chaque équipe.

En outre, il est remarquable de constater que le trader ne touchera pas une somme directement liée à son P&L mais bien plus au P&L générée par l’équipe entière, par la ligne métier, etc. Il n’est dont pas maître de son bonus.

1. Evolution historique et disparités géographiques

En 1998, les traders caracolaient en tête des rémunérations suivis par les ingénieurs de marchés puis les analystes et enfin les autres métiers de la banque :

Au début des années 2000, les chefs de salle les mieux rémunérés pouvaient toucher entre 3 et 5 millions d’euros alors que les 5% des traders les mieux lotis atteignaient en moyenne 1,3 millions d’euros de bonus par an. En revanche, il est intéressant de constater que le salaire médian des traders à la même époque n’atteignait « que » 130 000 euros dont 60 000 euros de bonus. On dénote ainsi une nouvelle fois une très forte disparité entre les plus hauts et les plus bas salaires dans la profession.

A titre de comparaison, en 2008, la rémunération moyenne des traders oscillaient entre 100 000 et 300 000 euros (d’après une étude publiée par le Figaro) soit environ les mêmes niveaux de rémunération moyens qu’en 1998, malgré une légère baisse.

D’après une enquête du Wall Street Journal publiée en 2010, les rémunérations (salaires et bonus cumulés) dans les plus grandes sociétés financières américaines devraient atteindre un nouveau record historique cette année. Cette enquête signale par ailleurs une évolution notable depuis la crise : la part des éléments variables, liée aux performances de la banque, a augmenté par rapport aux salaires fixes. L’estimation des rémunérations cumulées dans 35 grandes banques, sociétés de courtage, et gestionnaires de fonds, atteindraient ainsi près de 144 Milliards de dollars pour l’année 2010. Ce chiffre constituerait donc une augmentation de 4% par rapport à l’année 2009, que l’on avait déjà qualifiée d’année record après la crise de 2008.

Cette hausse devait être supérieure à la progression attendue des [chiffres d'affaires](http://bourse.trader-finance.fr/chiffre+d+affaires/) de ces sociétés, prévue à environ 3% cette année, se montant à 448 Milliards de dollars. Au final, les sociétés financières devraient distribuer 32,1% de leurs revenus à leurs salariés, un pourcentage restant inférieur au record de 2007 s’établissant à 36%.

Dans un contexte, relatif aux rémunérations des professionnels de la finance de marché, tendu, ces niveaux de rétributions n’ont pas manqué de choquer l'opinion publique, d'autant plus que les bénéfices de ces banques, prévus à 61,3 Milliards de dollars, demeurent en baisse de 20% par rapport à leur record de 2006 à 82 Milliards de dollars. Or, sur cette même période, les rémunérations des banquiers ont augmenté de 23%. Une telle disproportion est un signe supplémentaire du décalage grandissant entre rémunération et résultat de l’activité notamment aux Etats Unis.

De plus, une des solutions choisies par les entreprises financières est de tailler dans leurs effectifs plutôt que de diminuer les rémunérations individuelles, de peur de voir leurs meilleurs éléments s’en aller et être débauchés par des concurrents. Ce fut notamment le cas dans les branches londoniennes de Goldman Sachs et Crédit Suisse en 2009, après l'ad[option](http://bourse.trader-finance.fr/option/) d'une taxe exceptionnelle sur les salaires des banquiers de la City.

**II – Une rémunération hors norme conduisant à des dérives**

1. Pourquoi assiste-t-on à des niveaux de rémunération aussi élevés ?
2. Analyse sociologique de la rémunération des traders

Après avoir décrit la réalité économique des éléments pouvant constituer la rémunération d’un trader, il apparaît indispensable de se pencher sur des considérations davantage sociologiques afin de tenter de répondre aux interrogations revenant fréquemment sur le devant de la scène concernant les niveaux parfois outrageusement élevés des rétributions accordés aux opérateurs de marché. La crise, ainsi que l’affaire Kerviel conjuguée à d’autres scandales financiers, ont à ce titre joué le rôle de mise en lumière de la proportion atteinte par ce type de salaires (non seulement dans leur partie fixe mais également et surtout dans leur partie variable) et ce alors qu’aucun débat publique, politique ou économique n’avait jamais véritablement braqué les projecteurs sur cette réalité socio-économique.

Il convient donc ici de reconsidérer les facteurs ayant conduit à l’émergence de ces degrés de rémunération. C’est pour cette raison qu’il semble indispensable de rappeler le caractère extrêmement particulier du marché du travail dans lequel évoluent les traders. Ce marché est si particulier qu’il n’est d’ailleurs possible de le comparer véritablement à aucun autre en des périodes actuelles de fort taux de chômage affectant les secteurs de l’économie toute entière.

Olivier Godechot, chercheur au centre d’études de l’emploi, issu de l’Ecole Normale Supérieure et de l’ENSAE, nous indique, à travers son Essai de sociologie des marchés financiers, qu’il n’est possible de trouver des éléments de convergence et de comparaison au milieu professionnel des traders – et donc à leurs rémunérations – que dans certains milieux du « sport spectacle ».

En effet, on observe, nous dit-il, une réelle symétrie dans l’évolution des rémunérations des sportifs de haut niveau et des traders au cours du déroulement de leurs carrières. Tant que ces derniers sont assimilables au commun des mortels et qu’ils ne sont pas encore susceptibles d’apporter une solide valeur ajoutée respectivement à leur club ou à leur banque, ils demeurent en période de formation et le rapport de force qui s’établit entre eux et leurs employeurs respectifs tournent très favorablement à l’avantage de leurs employeurs. En revanche, ce rapport de force tend rapidement à s’inverser dès lors que les traders notamment parviennent à accéder à un statut d’opérateur confirmé (ou « senior »). Instantanément, la concurrence très forte entre les banques de la place, celles-ci souhaitant attirer les meilleurs éléments ou garder ceux qu’elle a formés, permet aux traders d’échapper à la pression exercée sur eux au moment de leur formation ou de leur mise à l’essai. Ils iront ainsi se vendre au plus offrant sans autre considération que la satisfaction de leurs prétentions salariales souvent élevées.

Il s’instaure de cette manière, selon les études d’Olivier Godechot, une hiérarchie claire des revenus en fonction de l’âge et du niveau de qualification et de formation de l’opérateur. Ce fait découle en outre d’une loi compréhensible de l’offre et de la demande caractérisée par deux constats situés chacun à l’opposé d’une même chaine :

* + - * le faible nombre de personnes détenant des diplômes spécialisés en finance en regard des besoins
      * le malthusianisme qui symbolise le recrutement des juniors dans les salles de marché

Afin de comprendre les mécanismes conduisant au deuxième point, il faut mentionner que l’embauche d’un nouveau salarié par un « senior » va signifier, pour ce dernier, un partage supplémentaire du profit généré au niveau global par l’activité.

Aussi, les opérateurs de marché, car ils travaillent tous sur un marché spécifique, bénéficie de ce qu’appelle Meunier « l’effet Pavarotti ». Un excellent trader ne saura être remplacé par 10 traders moyens. Puisque leur nombre est réduit sur la place, il bénéficie d’un levier de poids lorsqu’ils négocient avec leur banque.

1. Rôle du turn-over

L’auteur, Olivier Godechot, s’appuie sur une étude issue de sa propre expérience en salle de marché afin d’établir une relation entre le niveau de rémunération que devrait se voir offrir un trader afin qu’il puisse décider de quitter son employeur actuel pour aller offrir ses services et ses compétences à une banque concurrente. Les résultats suivants nous sont fournis :

* + - * Sur la totalité des traders de la salle de marché considérée, 78% des personnes sondées ont déclaré être prêt à quitter leur poste actuel en échange d’une augmentation de revenu suffisamment intéressante.
      * On observe ensuite le découpage suivant :

|  |  |
| --- | --- |
| **Coefficient d'augmentation du revenu nécessaire pour aller à la concurrence** | **Pourcentage de la population concernée dans la salle de marché** |
| N/A | 22% |
| 1 à 1,2 | 5% |
| 1,2 à 1,5 | 21% |
| 1,5 à 2,5 | 43% |
| 2,5 et + | 9% |

Ce dont on tire le graphique suivant :

Cette répartition se justifie notamment par une distribution des rôles, responsabilités et influences au sein de la salle de marché. Les plus anciens étant généralement ceux occupant des positions de pouvoirs auront tendance à être plus fidèle à l’entreprise ce qui obligerait une banque concurrente à leur proposer des niveaux de rémunération en très sensible augmentation afin de les débaucher. Les plus jeunes, assumant le rôle de  « dominés » seraient prêts à partir pour une augmentation bien moindre.

Avoir un turnover important ne constitue donc pas nécessairement un avantage pour une banque puisque les traders vont avoir tendance à optimiser le moment de leur départ en fonction du moment de l’année au cours duquel tombent les bonus. Ainsi, un trader ayant fait une bonne idée pourra attendre de toucher son bonus courant février-mars tout en faisant des pertes sur les deux ou trois premiers mois de l’année. Il partirait en laissant un P&L déficitaire à son successeur.

1. L’orientation méthodique du collectif de travail vers le profit

D’aucuns considèrent que le trader mythifié des années 1980 doit une grande partie de sa célébrité aux niveaux de rémunération des golden boys qui sévissaient alors sur les places boursières. Selon Olivier Godechot, il subsiste une grande inégalité dans la ventilation des rétributions entre les traders d’une part et les autres professionnels de la banque.

Ces inégalités sont censées pousser les traders vers plus de performance en termes de chiffres d’affaire et de profits ce qui fait de la part variable de leurs revenus un élément clé de leur activité. Un junior dans les années 2000 pouvait ainsi rapidement gagner 6 mois de salaire fixe sous forme de bonus. Cette part passait de façon générale, au bout de quelques années de service, de 1 à 2 ans du salaire fixe. Et il pouvait finalement atteindre 10 ans de salaire fixe pour un senior expérimenté en moyenne.

En proportion, des études menées par Olivier Godechot nous indiquent la répartition suivante :

* + - * 25% des traders (essentiellement des débutants) reçoivent une prime annuelle inférieure à trois mois de salaire fixe
      * 28% ont droit à un bonus de trois mois à un an de salaire fixe
      * 28% entre un et quatre ans de salaire fixe
      * 5% ont une prime annuelle supérieure à quatre ans de salaire fixe
      * 15% ne se sont pas prononcé au cours de cette étude

*Proportion du bonus par rapport au salaire fixe*

Les primes font donc l’objet d’une détermination complexe qui engage l’ensemble des maillons du pouvoir de la salle de marché et de la banque. En début d’année, le chef de salle négocie un objectif de profit avec la direction. Comme l’enveloppe totale des bonus de la salle dépendra du dépassement de cet objectif à la fin de l’année, ce chef de salle a intérêt à ce que l’objectif fixé ne soit pas trop élevé.

Les chefs de desk négocient ensuite chacun à leur tour avec le chef de salle. Le partage entre chaque desk de l’objectif se fait en fonction de différents critères tels que l’ancienneté des traders, du caractère concurrentiel du marché ou non. Cette fixation fait ainsi l’objet de discussions et de négociations un peu tendues car chacun plaide pour son activité et souhaite avoir la plus faible part de l’objectif à atteindre.

Cette organisation favorise bien entendu la marchandisation des relations entre les différents desks. En effet, lorsque les traders souhaitent emprunter des titres, ils sont obligés d’aller les emprunter au desk de prêt-emprunt qui les emprunte à son tour sur le marché extérieur. On comprend assez aisément comment cette marchandisation des rapports entre les desks renforce également la concurrence entre eux et dissuade la coopération.

1. Les bonus, un hold-up à grande échelle ?

Une importante théorie que développe Godechot dans Working Rich est la théorie du hold-up. L’entreprise investit en effet considérablement dans ses salariés, surtout ceux du Front Office. A travers par exemple les couts de formation élevés, les équipes de Back Office, les logiciels informatiques ou les salaires à perte versée à un vendeur pendant les premiers mois de son travail. En retour le salarié investit en se spécialisant dans les actifs dont il a la charge.

Mais cette spécialisation lui donne un avantage véritable par rapport à l’entreprise. Elle peut être facilement monnayée. Car lorsqu’un salarié part, il fait perdre de la valeur aux actifs de l’entreprise. Lorsqu’un trader choisit par exemple l’épreuve de force suite à un bonus qui l’a déçu et menace de démissionner, il voit le plus souvent son bonus s’élever.

Le marché du travail de la finance doit être vu comme un marché d’actifs où les transferts sont courants. Le départ d’un opérateur de marché signifie également le départ d’informations souvent confidentielles, de savoirs spécifiques, de clients et même de collaborateurs. Le marché du travail est ici double : il concerne les salariés mais aussi ce qu’ils sont susceptibles d’emmener avec eux. Les salariés sont les véritables actifs de l’entreprise. Or contrairement à un constructeur d’automobiles dont l’actif peut être rangé et protégé dans des entrepôts, le salarié sort tous les soirs de son lieu de travail et il est impossible pour la banque de se protéger contre ce risque.

En outre, la valeur du métier dans lequel l’opérateur se spécialise fluctue avec l’activité qui règne sur ce micromarché. Il faut donc bien comprendre que les opérateurs valent par la valeur des produits qu’ils gèrent. Si celui-ci s’en va, qui plus est avec son équipe, son remplacement est extrêmement couteux pour l’entreprise, si tant est qu’il puisse même être remplacé. Godechot utilise ici l’image du pirate peut faire perdre au capitaine le trésor découvert précédemment en révélant l’emplacement du trésor à un autre pirate. Il aura contribué marginalement à sa découverte mais son pouvoir de négociation est important. Il en va de même chez les traders qui ont donc un pouvoir de négociation accru, d’où l’idée du hold-up.

1. Des niveaux de rémunérations influençant le comportement des agents ? incitant à la prise de risque ?
2. Théorie des options : Le bonus assimilable au pay-off d’un call acheteur, « sky is the limit »

Le bonus d’un trader étant assimilable à la possibilité de toucher une rémunération variable du profit – dont le pourcentage est établi à l’avance – réalisé par une salle de marché, il serait possible de représenter cette rétribution à l’aide du pay-off d’un call acheteur de strike 0 (en faisant l’hypothèse que le sous-jacent, soit ici le P&L global, puisse être négatif en cas de pertes générées par l’activité des traders).

Pour ce faire, on émet les hypothèses suivantes :

* + - * Un **trader A** touche un bonus égal à **5%** des profits générés par l’activité
      * Un **trader B** touche lui un bonus égal à **8%**
      * Un **trader C** touche un bonus de **10%**
      * Enfin, un **trader D** touche un bonus de **12%**

La représentation graphique des pay-offs de ces traders serait donc la suivante :

En abscisses, on a placé le niveau de profit global et en ordonnées, le bonus touché par le trader.

Par ailleurs, les formules de pay-off de ces traders seraient respectivement :

* trader A : 0,05\*max (0 ; profit)
* trader B : 0,08\*max (0 ; profit)
* trader C : 0,1\*max (0 ; profit)
* trader D : 0,12\*max (0 ; profit)

Cette représentation nous permet de constater un certain nombre de choses. L’écart de rémunération s’accroît avec une vitesse accrue, lorsque le profit augmente, entre deux traders ayant une indexation de bonus différente. Ce constat est loin d’être anodin si l’on considère que c’est la volonté d’augmenter sensiblement sa rémunération variable qui pousse un trader à engager des niveaux de risque relativement élevés dans son exposition au marché. Par ailleurs, une deuxième remarque concernerait davantage la théorie des options et puiserait sa source dans une caractéristique fondamentale d’une stratégie d’achat d’un call : cette stratégie est une stratégie qui suppose un risque très minime c'est-à-dire celui de ne pas exercer le call à l’échéance si le cours spot se situe en deçà du strike (dans le cas d’une option de type européen).

Pour en revenir à la notion de rémunération du trader, cela signifie qu’un trader « ne peut pas perdre ». Autrement dit si l’activité générée par ce dernier engendre des pertes, il ne touchera certes pas de bonus (ce qui est à relativiser étant donné que le partage ne se fait pas à l’échelle individuelle mais à l’échelle globale) mais ne perdra pas non plus d’argent. Dans un tel système, le trader est donc incité à la prise de risque. Plus celui-ci prend des risques, plus il a de chance de gagner gros. Les pertes qu’il engendre ne pouvant donner lieu à un bonus négatif.

1. Des comportements liés parfois désastreux

L’histoire récente de la finance de marché recèle de nombreux exemples de perte de contrôle opérationnelle et de lourdes pertes engendrées par des prises de position extrêmement risquée.

Parmi les plus tristement célèbres de ces épisodes, on note les conséquences désastreuses des prises de position « short » ultra risquées du trader sur produits dérivés de la Barings, Nick Leeson. Sa décision de laisser exposées ses positions sur le marché de Tokyo dans la nuit du 16 janvier 1995, alors qu’il avait déjà dissimulé des pertes cumulées de 208 millions de livres, se heurta à l’imprévisible tremblement de terre de Kobe qui fit s’écrouler les cours de Bourse. Les pertes se sont alors montées à 827 millions de livres, un montant qui couvrait plus que largement les fonds propres de la banque britannique qui fut irrémédiablement conduite à la faillite.

Par ailleurs, il n’est pas nécessaire d’étayer à nouveau le cas de l’ancien trader sur contrat à terme de la Société Générale Jérôme Kerviel dont la gigantesque fraude pour un montant de près de 50 milliards d’euros fut découverte début 2008 menaçant la banque d’un écroulement qui fut évité grâce à un soutien étatique et une augmentation conséquente de capital.

**III – Quel est le futur de la rémunération des traders ?**

1. La gestion de l’après-crise

Même s’il paraît très exagéré de faire reposer les fondements de la crise financière de 2008 simplement sur le niveau de rémunération des traders et les conséquences négatives en termes de risque qu’il peut avoir, ce thème a tout de même fait l’objet de débats et de réformes en vue d’une amélioration des systèmes de rétribution en vue d’une cohérence éthique, morale mais aussi et surtout économique.

* 1. Rôle de la Fédération Bancaire Française

En France, en février 2009, la Fédération Bancaire Française a adopté les conclusions d’un groupe de travail qui s’était notamment penché sur les rémunérations accordées aux traders. Ce groupe, à l’initiative de la ministre de l’économie, Christine Lagarde, réunissait en outre des responsables de l’AMF et de la Commission Bancaire.

Parmi les conclusions qui ont été élaborées, on retrouve notamment certains principes en matière de rémunération ayant pour objectif de renforcer la cohérence entre le comportement de ces agents économiques sur les marchés et les perspectives à long terme définies par l’entreprise pour laquelle ils travaillent, en particulier en ce qui concerne l’exposition au risque.

Par ailleurs, de cette concertation à l’échelle nationale avait émergé le souhait d’étendre ce type d’initiative à une approche internationale faute de quoi son impact resterait extrêmement limité. De plus, le système bancaire français se trouverait sérieusement pénalisé par rapport à ses concurrents européens ou internationaux s’il était le seul à mettre en place de telles mesures conduisant principalement à une perte de compétitivité et d’attractivité sur un secteur où ces deux dimensions sont absolument décisives.

Les grands principes établis doivent s’établir autour des quatre grands points suivants :

* La composition de la rémunération :

La partie variable, sans considérer la partie fixe, doit venir récompenser les gains réels engendrés pour l’entreprise tout en tenant compte de l’intérêt des clients, conformément à la directive MIF.

* L’assiette et la date de versement des éléments variables :

Cette assiette des rémunérations devra bien refléter le **profit net** des opérations et non pas le revenu brut que celles-ci génèrent. On intégrera donc à présent l’exhaustivité des coûts entrant en ligne de compte (marché, liquidité, risque, capital alloué…). Par ailleurs, on devra également tenir compte de la bonne fin et de la rentabilité des opérations.

Afin de s’assurer de l’application dans les faits de ce dernier point, la rémunération variable devra s’articuler en deux moments distincts et séparés dans le temps :

* Une partie sera versée au titre de l’exercice clos dont la base de calcul ne devra pas anticiper des résultats futurs mais devra s’appuyer sur des profits effectivement réalisés
* Une deuxième partie (d’un montant significatif restant à déterminer) sera versée en différé dans le temps dans le but de prendre en compte les résultats complets et définitifs des opérations qui avaient été engagées et qui ne sont souvent connus avec précision qu’après plusieurs mois voire années
* La forme de rétribution :

Celle-ci pourra être versée en numéraire. Néanmoins, toujours dans le but d’établir une corrélation à long terme avec la performance de la banque et l’intérêt des actionnaires, il sera possible d’attribuer aux traders des titres et instruments financiers (type options sur titres de la banque…) qui intégreront cette performance.

* Enfin, le rapport de la FBF insiste sur le renforcement de la gouvernance :

Le Conseil d’Administration des banques devra se prononcer clairement sur la politique de rémunération et devra se tenir informé du respect de cette politique au niveau individuel opérationnel en établissant par exemple des seuils d’investigation. La direction de l’entreprise aura ensuite pour rôle de définir plus précisément les directives régissant les rémunérations, telles que le calcul des assiettes, en totale indépendance vis-à-vis de l’influence des équipes opérationnelles concernées.

En cohérence avec le G20 de Londres, la France a donc ensuite été le premier pays à adopter des « Principes communs » sur la rémunération des professionnels du marché avec comme objectif d’éviter que le mode de rémunération n’encourage à la prise excessive de risque. En août 2009, ces engagements ont donc été détaillés et approuvés par les pouvoirs publics avec un renforcement de la transparence et de la gouvernance ainsi que la clarification de la logique de la part différée de la rémunération, en instaurant un système de « malus ».

Le contrôle du respect de ces principes, obligatoires dans leur intégralité, sera effectué par la Commission Bancaire dans le cadre du règlement 97.02 en tant que norme professionnelle : il s’agit du contrôle de conformité. Le Gouverneur de la Banque de France avait à ce moment-là été chargé de transmettre, à la fin de l’année, à la Ministre de l’économie, Christine Lagarde, un rapport détaillant l’avancée de la mise en place de ces méthodes de supervision. Les sanctions prévues constituaient une décision éventuelle de la Commission Bancaire de relever les exigences en Fonds Propres de la banque fautive en conformité avec les règles prudentielles.

En ce qui concerne la transparence, les banques devront maintenant publier systématiquement une annexe détaillée aux comptes annuels décrivant les principes régissant la définition de la politique de rémunération de leur branche financement & investissement notamment la prise en compte des risques. Le montant total des rétributions et de leur part différée sera également inclus.

De manière concrète, la partie différée dans le temps de la rémunération devrait être étalée sur trois ans et constituera entre la moitié et les deux tiers du montant global. De plus, un trader dont la ligne d’activité fait gagner de l’argent à sa banque en année n, recevra un tiers de son bonus en année n + 1. Si en n+ 1 et les années suivantes, les objectifs fixés ne sont pas atteints, ou dans le pire des cas s’il y a des pertes, la partie différée de sa rémunération variable, soit les deux tiers, sera réduite ou entièrement supprimée.

* 1. Mise en place progressive de nouvelles règles internationales

A la suite de la [crise financière de 2008](http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A8re_de_2008), et sur la base d’une recommandation émise lors du Sommet du [G20](http://fr.wikipedia.org/wiki/G20) à [Washington](http://fr.wikipedia.org/wiki/Washington_%28District_de_Columbia%29) cette année-là, les pays ayant les activités de marché les plus développées ont décidé d’introduire dans leur législation ou leur [réglementation bancaire](http://fr.wikipedia.org/wiki/R%C3%A9glementation_bancaire) de nouvelles contraintes concernant les politiques de rémunération variable des traders. De manière générale, on y retrouve les principes suivants :

* la part des résultats opérationnels des opérations de marché versée aux traders au titre de leur rémunération variable devra baisser de façon significative
* la rémunération variable ne pourra plus être garantie au-delà d'un an dans tout nouveau contrat de travail
* une partie de la rémunération variable allouée à chaque trader devra être différée dans le temps, d'au moins une année, cette partie étant susceptible d'être réduite ou annulée si des pertes ultérieures se rapportant à cette activité pouvaient lui être imputées
* une partie de cette rémunération différée devra être, de préférence, versée sous forme de titre de capital de l'entreprise ou être assortie d'achats d'actions, dans la durée, par le trader

Par ailleurs, les principes élaborées par la Fédération Bancaire Française ont rapidement été diffusés à travers l’Europe et notamment au Royaume Uni puisque la FSA (Financial Services Authority) a établi à la même époque un Code devant être appliqué à partir de l’exercice 2010 avec un période transitoire.

La globalisation des marchés imposant donc que la régulation soit elle aussi mondiale, afin d’être le plus efficace possible, les bonnes pratiques, mises en œuvre par la France mais aussi par le FSA britannique ou la BaFin allemande à partir d’août 2009, montrent que les grandes places européennes peuvent partager une vision commune alliant éthique, sécurité et efficacité. A cet égard, l’enjeu du G20 de Pittsburgh, en septembre 2009, était fondamental et double : assurer l’équité de concurrence entre les places boursières et permettre une vraie efficacité de la réforme des règles de la finance mondiale.

* 1. Instauration d’une nouvelle pression fiscale : est-ce possible ?

La France a décidé unilatéralement fin 2009 de mettre en place un des plans phares des réformes que les gouvernements souhaitaient mener en matière de rémunération variable des traders. En effet, le gouvernement du Premier Ministre François Fillon avait proposé un projet de taxe exceptionnelle sur les bonus. Son instauration a bien entendu fortement déplu à la Fédération Bancaire Française ainsi qu’à toutes les banques de l’Hexagone arguant de la perte considérable d’attractivité et de compétitivité provenant d’une telle mesure. Il semble en effet, que le prolongement de telles réformes doivent être menés à l’échelle internationale car des initiatives nationales risqueraient de pénaliser trop lourdement un système bancaire et auraient des effets plus négatifs que positifs, pour ne pas dire négligeables.

Comme l’indiquait récemment au Wall Street Journal le directeur du *Weinberg Center for Corporate Governance*, en l'absence de législation réellement contraignante en la matière et « tant que l'objectif de ces institutions n'évoluera pas de la création de [volume](http://bourse.trader-finance.fr/volume/) d'affaires à la création de valeur à long terme pour les [actionnaire](http://bourse.trader-finance.fr/actionnaire/)s, nous continuerons de voir ces payes et compensations scandaleuses ! ».

1. Proposition de prolongation de la théorie des options
   1. Structure de bonus négatifs : pay-off d’un call vendeur : « hell is the limit »

Depuis la crise de 2008, les institutions bancaires et les gouvernements ont envisagé différentes manières de réformer les bonus accordés aux traders. Plusieurs aspects de cette rémunération ont été mis à l’étude et notamment sa structure, sa proportion, ses conditions d’obtention…

Le 25 août 2009, le président de la République française Nicolas Sarkozy avait réuni, à l’Elysée, les représentants du secteur bancaire et financier afin de leur faire part de sa volonté de modifier profondément les choses en la matière. Un des points clés de son discours avait été « pas de bonus sans malus ».

Cette idée a ensuite été reprise maintes fois et relayée par certains économistes et média de la place sans pour autant que cela prenne une véritable dimension économique très pertinente. Il nous a donc semblé intéressant de nous pencher sur cette notion revenant à considérer que les traders devraient désormais assumer la responsabilité de leur perte et de leur exposition au risque en impactant directement ou indirectement leurs revenus. En s’appuyant sur la théorie des options, on a vu auparavant qu’il était possible de modéliser de façon convenable la rémunération variable d’un trader. Ceci a été permis par l’analogie avec le pay-off d’une stratégie d’achat de call. Il semblerait alors logique que la stratégie inverse consisterait en une vente de call. En suivant notre raisonnement cette stratégie pourrait déterminer l’évolution négative du bonus (autrement dit du « malus ») des traders en fonction des pertes générées par leur activité. En reprenant les données utilisées dans l’exemple précédent on se trouverait alors dans la configuration suivante :

Néanmoins, si ce type de pay-off trouve un fondement dans la théorie des options, il ne possède que peu de pertinence économique en matière de rémunération des traders et l’idée d’un bonus négatif semble absolument hors de propos. En effet, s’il est possible de perdre à l’infini (« hell is the limit ») dans une stratégie de vente de call et si la stratégie d’achat de call offrait une représentation relativement viable du bonus, il ne semble pas possible de pousser ici plus loin le raisonnement. Il est en revanche envisageable d’engager la discussion sur d’autres types de réforme des bonus tout en prolongeant certains aspects de la théorie des options afin de s’appuyer sur un modèle fiable.

* 1. Plafonnement des bonus : notion de cap

Parmi les propositions que l’on a vu émerger du débat sur les bonus des traders en France et à l’étranger, il a notamment été question du plafonnement de ces rémunérations. Dans la théorie des options, ce type de structuration d’un pay-off porte le nom de « cap ». Au-delà d’un niveau de profit, les traders ne toucheraient alors plus qu’un montant fixe. Cette structuration est modélisable et il est possible d’en donner une illustration grâce à l’exemple comprenant les données suivantes :

* + - * Un **trader A** touche un bonus égal à **5%** des profits générés par l’activité mais ne peut toucher plus de 0,4
      * Un **trader B** touche lui un bonus égal à **8%** mais ne peut toucher plus de 0,64
      * Un **trader C** touche un bonus de **10%** mais ne peut toucher plus de 0,8
      * Enfin, un **trader D** touche un bonus de **12%** mais ne peut toucher plus de 0,96

Ces traders touchent une rémunération fixe au-delà d’un profit de **8**. La représentation graphique des pay-offs de ces traders serait donc la suivante :

Par ailleurs, les formules de pay-off de ces traders seraient respectivement :

* + - * trader A : min (0,4 ; 0,05\*max (0 ; profit))
      * trader B : min (0,64 ; 0,08\*max (0 ; profit))
      * trader C : min (0,8 ; 0,1\*max (0 ; profit))
      * trader D : min (0,96 ; 0,12\*max (0 ; profit))

Il s’agit de s’interroger sur les motivations sous jacentes à la mise en place d’un tel mode de rémunération variable. Il conduirait à annuler la volonté des traders d’atteindre des niveaux de profits toujours plus élevés. Le partage du P&L réalisé serait limité à un plafond.

C’est vraisemblablement vers ce type de dispositif que l’on se dirige étant donné que les députés du parlement européen ont entériné ce texte de loi qui prévoyait de telles mesures. A l’échelle mondiale, en revanche, cela semble plus délicat à mettre en place étant donné les échecs successifs des propositions de Nicolas Sarkozy aux autres membres du G20.

* 1. Le système des stocks options

Une forme de rémunération variable de plus en plus courante chez les traders est le paiement sous forme de stock options. Le paiement en différé faisait partie des propositions de réforme du bonus des traders. Les stock options se caractérisent ainsi comme des options d’achat ou de souscription d’actions à un prix fixé à l’avance donnant la possibilité à un trader d’acheter à une échéance fixée un certain nombre d’actions de la banque pour laquelle il travaille. Le prix d’exercice est fixé de telle sorte qu’il soit très avantageux pour ce dernier d’exercer cette option. Il s’agirait philosophiquement d’une incitation sur le long terme qui viendrait ‘ajouter à l’incitation au résultat en terme de P&L. Etant donné que le risque pris par les opérateurs est susceptible de faire chuter le cours de l’action de leur banque, en cas de pertes importantes ou de rumeurs spéculatives défavorables, ceux-ci seraient conduits à moins s’exposer aux différents risques de marché.

**CONCLUSION**

De par leur démesure, les rémunérations des traders continuent de faire fantasmer l’opinion publique ou de défrayer la chronique notamment en période de crise et de profonde mutation de nos structures économiques et financières. Etant donné leur lien direct à la performance, en ce qui concerne la partie variable, l’une des idées majeures des réformes engagées constitue la possibilité de pénaliser sous la forme de « malus » et non plus de bonus les traders ayant subi des pertes sur le long terme. On ne considérera donc plus uniquement les résultats à court terme d’une stratégie souvent très risquée sur un horizon plus lointain. De telles mesures appuyées par une refonte des systèmes fiscaux ad hoc devraient permettre de réguler et de superviser plus efficacement l’attribution de ces rétributions variables que l’on a souvent accusé, parfois à tort, d’avoir été un élément déclencheur des tourments de la planète financière de ces dernières années. Néanmoins, de telles mesures censées favoriser la transparence et la cohérence au sein des institutions financières et bancaires en matière de rémunération, ne pourront avoir d’impact significatif que si des accords internationaux et une réelle coopération entre les Etats sont mis en place à l’occasion des futures échéances européennes ou du G20. Sans de telles avancées, les initiatives étatiques éparpillées ne sauront trouver de véritable légitimité et feront davantage peser un poids néfaste sur les systèmes bancaires nationaux face à une concurrence mondiale bénéficiant d’un pouvoir d’attractivité et de compétitivité plus fort et susceptible de regrouper les traders les mieux qualifiés du marché.

**BIBLIOGRAPHIE**

* **Ouvrages :**
* ***Les traders, Essai de sociologie des marchés financiers***, Olivier Godechot
* ***Working rich : salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière***, Olivier Godechot
* ***Options, Futures, and Other Derivatives***, John C. Hull
* ***Pratique de la paie***, Daniel Rabatel
* **Articles / Etudes :**
* **« Les hauts salaires dans la banque »**, François Meunier, Revue française d’économie, vol. XXII, juillet 2007
* **«**[**Hold-up en finance. Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l’industrie financière**](http://olivier.godechot.free.fr/hopfichiers/Godechot_Hold-up.pdf)**»**, Olivier Godechot
* **« Rémunération des professionnels des marchés financiers »**, Fédération Bancaire Française
* **Sites Internet :**
* [**www.fbf.fr**](http://www.fbf.fr)
* [**www.lefigaro.fr**](http://www.lefigaro.fr)
* [**www.lemonde.fr**](http://www.lemonde.fr)
* [**http://europe.wsj.com/home-page**](http://europe.wsj.com/home-page)
* [**www.gouvernement.fr**](http://www.gouvernement.fr)
* [**www.cidj.com**](http://www.cidj.com)
* [**www.lexpansion.com**](http://www.lexpansion.com)
* [**www.lesechos.fr**](http://www.lesechos.fr)
* [**www.latribune.fr**](http://www.latribune.fr)
* [**www.ft.com**](http://www.ft.com)