



**Réagir à la question de la responsabilité en finance**

Farid Amellal, Stéphane Delacôte & Fabian Muniesa

**Debating Innovation 2011 Vol. 1(1): 42-49**

## Réagir à la question de la responsabilité en finance

Farid Amellal, Stéphane Delacôte & Fabian Muniesa

### Résumé

Farid Amellal est actuellement gérant indépendant. Auparavant, il a eu des responsabilités de haut niveau dans un certain nombre d'établissements financiers (BNP Paribas, Blue Crest Capital). Sa spécialité : les produits dérivés financiers. Dans cette conversation, enregistrée le 27 mai 2011 et animée par Stéphane Delacôte et Fabian Muniesa (membres de l'Observatoire pour l'innovation responsable), Farid Amellal réagit à la question de la responsabilité dans l'innovation financière.

**FM (Fabian Muniesa) :** L'innovation financière est aujourd'hui aux prises avec la question de la responsabilité : comment tracer les responsabilités vis-à-vis des produits financiers qui peuvent exploser en vol et emporter bien d'autres choses avec ?

**FA (Farid Amellal) :** Que signifie la prise de responsabilité sur les conséquences d'une innovation ? Cette question peut être analysée sous au moins deux angles distincts : on peut se demander si la personne responsable est l'inventeur de l'innovation elle-même ou s'il s'agit plutôt de l'utilisateur de celle-ci qui l'utilise à bon ou mauvais escient. On peut aussi se retrouver indirectement responsable de conséquences que l'on n'avait pas souhaitées au départ, en tant qu'innovateur. Prenons le cas de la dynamite par exemple : l'inventeur est-il forcément responsable des accidents suite à l'utilisation de ses produits ?

**SD (Stéphane Delacôte) :** Ces deux concepts de responsabilité me semblent tenir : on est irresponsable si on utilise une innovation à mauvais escient mais on est aussi irresponsable dans la phase de conception de l'innovation si on n'a pas pensé aux potentielles externalités négatives de celle-ci...

**FA :** Cette question des externalités négatives fait penser à nombre d'innovations financières que l'on retrouve aujourd'hui sur le devant de la scène : les célèbres "CoCos", les "contingent convertibles", ces produits de dette hybride. Ces nouveaux produits financiers correspondent à un besoin de transfert du risque, mais si une mauvaise utilisation est faite de ces produits, les risques sont très importants. Or même si la prise en compte du risque est faite, on n'a pas encore prévu les conséquences négatives. On les a certes identifiées, mais sans les empêcher pour autant. Si on veut empêcher les externalités et contenir le risque sur ce type de produits, par exemple, il est nécessaire de mettre en place une régulation, d'introduire une réglementation qui permette de les éviter.

**FM:** Responsabiliser voudrait donc dire réguler ?

**FA:** En finance, l'opinion fluctue généralement entre deux positions radicalement différentes : le « tout réglementation » suite à une crise financière, et, dans des périodes calmes, une volonté de libéralisation extrême, du type de celle qui était en vigueur en 2006, période de croissance forte, où les taux d'intérêt étaient bas, et où le « laissez faire » était largement encouragé.

**FM:** Mais alors, si nous revenons à l'exemple de la dynamite, en quoi responsabiliser l'innovateur serait lié à une régulation après la catastrophe ?

**FA:** Ce qui pose problème avec la notion de responsabilité c'est de tenir l'inventeur pour responsable d'une mauvaise utilisation de son invention : je pense à Einstein, désigné indirectement responsable de l'invention de la bombe atomique et de catastrophes comme Hiroshima, par exemple. On peut effectivement juger que toute innovation qui présente des caractéristiques dangereuses devrait être réglementée ; c'est certes faire preuve d'un certain dirigisme, mais si on ne veut pas se retrouver dans des situations comme celle de l'après-crise financière, il faut adopter un point de vue de régulation et de réglementation. Cette position a aussi ses travers et elle peut porter atteinte à la liberté de chacun et à l'essor des idées. Je pense qu'il y a un choix de société à faire à travers ce type de décision ; pour ne pas perdre le contrôle des événements, on opte généralement pour la réglementation répressive.

**FM:** Si on reste sur l'exemple de la bombe, on se trouve finalement dans une situation dans laquelle les personnes qui comprennent l'innovation en question et peuvent informer une vision de surveillance et de régulation ne sont autres que les inventeurs eux-mêmes. Einstein, Böhr, Oppenheimer, Heisenberg n'étaient certainement pas des innovateurs tranquilles, aussi traversés de doutes quant aux conséquences de ce qu'ils avaient mis en œuvre. L'idée qui prévalait aussi à l'époque était que le potentiel terrifiant de l'innovation était une chose qu'il fallait poursuivre à cause précisément de la destruction qu'elle pouvait engendrer. N'y a-t-il pas une augmentation du degré de responsabilité des innovateurs quand on est face à ce genre d'innovation complexe et radicale ?

**FA:** Je partage ce point de vue. Quand on se situe dans la *terra incognita* de l'innovation pure, il y a une part de responsabilité des innovateurs dans le fait qu'ils doivent diffuser l'information liée au risque pour communiquer avec la société.

**SD:** Doivent-ils s'arrêter pour autant d'innover à cause de la possibilité de ces risques ?

**FA:** Prévention et innovation : quel est le bon compromis ? Quand la communauté financière a commencé à traiter des dérivés de crédit sophistiqués comme les célèbres CDO, « *Collateralized Debt Obligations* », des produits qu'on « découpait » en créant des risques de

**« En finance, l'opinion fluctue généralement entre deux positions radicalement différentes : le « tout réglementation » suite à une crise financière, et, dans des périodes calmes, une volonté de libéralisation extrême, du type de celle qui était en vigueur en 2006, période de croissance forte où les taux d'intérêt étaient bas, et où le « laissez faire » était largement encouragé. »**

plus en plus distribués, nombreux étaient les acteurs qui se demandaient s'il ne fallait pas alerter de façon vive tous les organismes de contrôle de risque. Un innovateur considéré plutôt sous son angle de chercheur, de scientifique, peut développer assez naturellement une démarche de prévention et de transparence, en déclinant toute une palette de scénarios de risques afin de les rendre publics. Mais cela est beaucoup moins évident dans un monde concurrentiel ; je ne suis pas convaincu qu'il soit dans l'intérêt des acteurs économiques de diffuser ces informations. Le monde de la finance s'est retrouvé dans ce type de situation : une distribution des risques de plus en plus complexes mais avec des profits de plus en plus élevés. Or diffuser des informations sensibles, mettre en garde les régulateurs et les utilisateurs, les aider à développer une meilleure connaissance des risques, tout cela est sans doute contraire à l'intérêt économique, au moins à court terme.

**FM :** À titre rétrospectif, comment aurait-on pu fonctionner autrement pour l'exemple des CDO ?

**FA :** En ce qui concerne les CDO, je pense qu'une régulation plus forte, et des règles prudentielles liées à la détention de ce type de risque, auraient réduit la puissance de la déflagration.

**FM :** Ce qui aurait supposé d'alerter les régulateurs ?

**FA :** Il ne faut pas pour autant croire que les régulateurs sont aveugles sur ce type de risques. La communauté financière échangeait régulièrement avec eux et ils connaissaient parfaitement la nature de ceux-ci. Je ne suis pas certain pour autant que tous les régulateurs pouvaient contrôler ce que les établissements financiers accumulaient comme type de risque, et leur étendue. Dans une phase où l'économie est prospère, il y a un relâchement de la vigilance.

**FM :** Face aux limites du pouvoir de régulation, une concertation entre les professionnels de la finance a-t-elle un sens ?

**FA :** L'autorégulation par des organismes interprofessionnels n'a pas bien fonctionné dans les établissements bancaires. On est en situation de concurrence, et on a du mal à se mettre d'accord. J'ai vu peu d'initiatives fructueuses allant dans ce sens.

**FM :** Le traumatisme de la crise financière ne peut pas changer les choses ?

**FA :** Je n'ai pas vraiment constaté trop d'évolutions sur ces points. Je pense en revanche que les régulateurs doivent jouer leur rôle. Il faut favoriser les initiatives visant à uniformiser les règles au niveau international. À la suite de la crise que l'on vient de traverser, on a constaté

**« Un innovateur considéré plutôt sous son angle de chercheur, de scientifique, peut développer assez naturellement une démarche de prévention et de transparence, en déclinant toute une palette de scénarios de risques afin de les rendre publics. Mais cela est beaucoup moins évident dans un monde concurrentiel ; je ne suis pas convaincu qu'il soit dans l'intérêt des acteurs économiques de diffuser ces informations. Le monde de la finance s'est retrouvé dans ce type de situation : une distribution des risques de plus en plus complexes mais avec des profits de plus en plus élevés. »**

qu'il y avait eu des faiblesses à ce niveau-là. L'un des enseignements de la crise a été de montrer que les faillites bancaires ne pouvaient pas rentrer dans la logique normale du système dans lequel on se trouvait. Par conséquent, c'est la fonction d'imposer aux banques d'avoir une solvabilité acceptable qui a failli, le simple fait de dire : vous n'avez pas suffisamment de capitaux pour couvrir les risques que vous encourez. Il manquait un certain nombre de balises au système.

**SD :** Ce système-là n'a-t-il pas failli parce qu'il y a eu beaucoup d'innovations dans beaucoup de directions, une complexification du monde financier très rapide en quelques années, qui a d'une certaine manière dépassé les régulateurs ?

**FA :** Peut-on considérer pour autant comme une fatalité que les régulateurs soient à la traîne ? Je ne le crois pas. Parmi les échanges que j'ai eus avec les régulateurs pendant ces phases d'innovation, j'ai le souvenir qu'ils faisaient preuve d'un appétit de compréhension des mécanismes de l'innovation, d'une analyse pertinente des risques, qu'ils adoptaient une attitude assez saine par rapport à nos activités, et possédaient un ensemble de cartes en main. Je travaillais à l'époque au sein d'un établissement plutôt à la pointe en terme d'innovation, du coup les échanges avec les régulateurs faisaient également office de remise à niveau en quelque sorte ; nos discussions avec eux servaient aussi à décrypter nos activités de *trading* et avaient un but explicatif sur le fonctionnement des produits. Cette démarche était la bonne, toutefois je pense que les régulateurs n'ont pas correctement rempli leur mission en exploitant les informations qu'ils recueillaient auprès des établissements bancaires en situation d'innovation et en contribuant à la diffusion de règles prudentielles de façon très large. La leçon que je tire de cette crise financière est que les établissements qui ont eu les plus gros problèmes sont ceux qui avaient moins d'expertise sur les produits innovants. Ceux qui étaient le plus à la pointe ont accumulé une expertise et ont pu mieux contrôler ce qu'ils ont fait. Les plus grands dégâts ont lieu dans des établissements dans lesquels la technologie était récente et où il y avait des lacunes en termes d'organisation et de contrôle. Ce qui veut dire que les régulateurs ont laissé ces innovations se propager très rapidement dans la sphère financière, sans pour autant que les mesures de contrôle appliquées dans les établissements sophistiqués soient imposées partout. Là n'est pas l'unique cause de l'explosion qui s'en est suivie, mais si tous les établissements avaient eu un cadre plus strict de contrôle des risques sur le développement rapide, nous aurions peut-être pu éviter la crise systémique qui est survenue peu après. Les problèmes interviennent généralement avec les établissements "suiveurs". Les établissements qui mettaient les premiers en œuvre ces innovations possédaient un système de contrôle sophistiqué. On recrutait des personnes extrêmement compétentes et parallèlement se diffusait dans l'ensemble de la banque une vraie culture du risque. Dans les établissements suiveurs sont données essentiellement des injonctions de profit, mais le cadre de suivi des risques est en retard par rapport aux établissements initiateurs.

**« La leçon que je tire de cette crise financière est que les établissements qui ont eu les plus gros problèmes sont ceux qui avaient moins d'expertise sur les produits innovants. Ceux qui étaient le plus à la pointe ont accumulé une expertise et ont pu mieux contrôler ce qu'ils ont fait. Les plus grands dégâts ont lieu dans des établissements dans lesquels la technologie était récente et où il y avait des lacunes en termes d'organisation et de contrôle. Ce qui veut dire que les régulateurs ont laissé ces innovations se propager très rapidement dans la sphère financière, sans pour autant que les mesures de contrôle appliquées dans les établissements sophistiqués soient imposées partout. »**

**FM:** C'est donc la concurrence entre établissements qui entraîne le système vers le risque systémique.

**FA:** Une concurrence, plutôt déloyale, s'est en effet installée à ce moment entre établissements : sont apparues des banques qui proposaient ces nouveaux produits à des conditions plus avantageuses que leurs concurrents. S'ensuivaient, chez les établissements faisant preuve de plus de prudence, des pertes de parts de marché, par rapport à ceux qui ne s'étaient pas imposés les mêmes contraintes et diffusaient des produits à des coûts beaucoup moins élevés, sans avoir besoin de faire des provisions, et sans procédures de couverture de risque appropriées. Il y a un coût important à assumer : le coût de contrôle des externalités potentielles. Mais la manière de l'évaluer est difficile, et beaucoup d'établissements financiers ont tendance à le minimiser. Pour moi le rôle du régulateur se situe aussi dans cette injonction adressée aux opérateurs de payer le prix de leur responsabilité.

**SD:** Nous parlons ici des établissements bancaires mais la question des bonnes ou mauvaises manières d'appréhender les externalités se pose aussi pour d'autres acteurs, comme les fonds d'investissements.

**FA:** Oui. Mais l'industrie des *hedge funds* dépend énormément des banques qui ont un énorme impact sur leur fonctionnement. On se trouve dans un système régi par l'effet de levier : le fond possède un certain capital mais joue sur plusieurs fois ce capital, ce que les banques et les marchés organisés peuvent permettre, essentiellement les banques d'ailleurs. Un des éléments qui a amplifié la crise est le "*prime brokerage*", à savoir la fourniture par les banques d'effets de levier à des conditions extrêmement avantageuses. Les fonds arrivaient à jouer sur des multiples importants de leur capital sur les marchés financiers. En imposant des règles plus strictes aux banques à l'époque, on aurait aussi pu éviter ce risque-là. Fournir de l'effet de levier fait partie des activités normales des banques, or elles le faisaient de façon industrielle pour les fonds d'investissement. En réglementant ces activités, en faisant porter le coût des opérations sur les fonds, on aurait pu éviter une crise de cette ampleur. Il faut probablement réglementer également les fonds eux-mêmes, notamment quand ils opèrent sur des marchés de gré-à-gré, c'est-à-dire des marchés il n'y a pas beaucoup de transparence sur ce qui s'y fait, où il existe des accumulations de positions complexes, importantes, systémiques. La réglementation bancaire doit s'appliquer aujourd'hui à toutes les entités systémiques de taille importante, une compagnie d'assurance comme un fonds. C'est le cas aux États-Unis, l'Europe prenant le même chemin. On ne pourra plus désormais jouer sur quarante fois son capital sur des produits complexes et les diffuser massivement dans les années à venir.

**« Il y a un coût important à assumer : le coût de contrôle des externalités potentielles. Mais la manière de l'évaluer est difficile, et beaucoup d'établissements financiers ont tendance à le minimiser. Pour moi le rôle du régulateur se situe aussi dans cette injonction adressée aux opérateurs de payer le prix de leur responsabilité. »**

**« Fournir de l'effet de levier fait partie des activités normales de la banque, or elles le faisaient de façon industrielle pour les fonds d'investissement. En réglementant ces activités, en faisant porter le coût des opérations sur les fonds, on aurait pu éviter une crise de cette ampleur. »**

**FM:** Donc ce sont tout de même les établissements bancaires qu'il faut regarder quand on regarde les *hedge funds*.

**FA:** Il n'y a pas eu d'aide gouvernementale pour sauver les fonds de la faillite : ceux qui étaient trop exposés ou insuffisamment capitalisés ont disparu, en créant parfois une perte pour la banque, ou une opération gagnante lors de leur liquidation. À l'échelle des fonds, il y a eu un véritable nettoyage en vertu d'un mécanisme darwiniste où ceux qui sont restés étaient les plus sophistiqués, et qui avaient le meilleur contrôle des risques. Ce processus ne s'est pas déroulé de la même façon dans le secteur bancaire. La dimension de l'industrie des *hedge funds* est significativement plus faible que la dimension du système bancaire, et son degré de systémicité est moindre. Si demain tous les *hedge funds* font faillite, il y aura des pertes mais peu de conséquence sur les petits porteurs et la population mondiale.

**SD:** À moins que les fonds eux même prennent une taille systémique...

**FA:** Tout à fait. Il existe quelques fonds de taille systémique : or dans ce genre de configuration, les interconnexions avec le système bancaire sont fortes, et celui-ci peut accuser des pertes très importantes en cas de faillite. Le milieu financier est fait de deux cercles concentriques : d'abord le système bancaire vital pour l'économie mondiale, autour duquel il faut mettre des cloisons étanches, pour éviter qu'un accident en dehors de ce cercle puisse atteindre de façon dramatique ce système ; ensuite les fonds. Les banques doivent individuellement s'immuniser contre un risque. Si ce travail est correctement fait, on peut éviter une crise systémique de grande ampleur. Toutes les initiatives concernant la création de chambres de compensation pour les produits de gré-à-gré sont utiles de ce point de vue. Sans chambre de compensation avec système de contrepartie centrale, les chaînes de transmission de risques entre banques sont complexes et opaques. Avec contrepartie centrale, chacun des intervenants a une seule position vis-à-vis un organisme centralisé. On contribue ainsi à simplifier l'édifice et à réduire la propagation des ondes de chocs. Ce nouveau mode opératoire permet d'isoler les banques du risque systémique dans leurs interactions avec les fonds. Les fonds sont présents sur les marchés organisés et sur les opérations de gré-à-gré : si toutes ces opérations sont compensées, on a déjà diminué les risques potentiels.

**FM:** Surveillance, vérification, transparence, réglementation : dans l'ensemble la responsabilisation dans l'innovation financière passe pour vous par une autorité extérieure.

**FA:** La tension qui prévaut entre le " tout régulation " et le " tout libéral " est un enjeu majeur. Il existe un cadre aujourd'hui pour discuter le traitement prudentiel des produits financiers, mais la déferlante de l'innovation et la diffusion très rapide de ces nouveaux produits a pris de court les régulateurs, et le bon fonctionnement du système. Peut-être que ce phénomène

est limité à un certain type de produits, mais je suis convaincu qu'en refaisant l'histoire avec un suivi plus strict d'une approche prudentielle telle qu'elle aurait due être mise en place, on aurait pu certainement éviter la catastrophe. La nécessité de mettre en place des garde-fous est un problème qui se pose dans toute société démocratique.

**« La nécessité de mettre  
en place des garde-fous  
est un problème qui se  
pose dans toute société  
démocratique. »**