



**Institut Veblen**  
pour les réformes  
économiques

## Pour une agence européenne des produits financiers

**Aurore Lalucq\***

**Mai 2012**

Les marchés financiers ont pour principal rôle d'allouer des capitaux, c'est-à-dire de permettre aux entreprises et aux individus, parfois même aux États – notamment en Europe – de faciliter l'accès aux financements et aux placements. Ils peuvent également permettre de diversifier les risques des emprunteurs et des créanciers. Pour satisfaire ces différents besoins, il existe de nombreux produits financiers issus de « l'innovation financière ». L'innovation se définit traditionnellement comme « l'introduction d'un nouveau produit sur le marché ou la production d'un produit existant, mais d'une nouvelle manière <sup>1</sup> ». Dans le cas de la finance, elle peut être perçue comme un ensemble de procédés (produits, business model, etc.) par lesquels les banques ou les intermédiaires financiers « cherchent à augmenter leurs profits, réduisent les risques liés à l'intermédiation financière, contournent les contraintes imposées par les autorités financières en matière de prêts, et affrontent la concurrence des autres intermédiaires financiers »<sup>2</sup>.

La croissance fulgurante qu'a connue ce secteur ces vingt dernières années a directement contribué à déstabiliser l'économie réelle, notamment à travers la diffusion

---

1 **Govland D.** (1991), Financial Innovation in Theory and Practice, in Green C. J. and D.T. Llewellyn (eds.), *Surveys in Monetary Economics*, Oxford, Basil Blackwell, vol. 2.

2 **Sobreira R.** « Innovation financière et investissement. », *Innovations* 1/2004 (n° 19), p. 115-129.

---

\* Co-directrice de l'Institut Veblen

 Published under Creative Commons

Institut Veblen, 38, rue St-Sabin, 75011 Paris, France

Tel: + 33(0)1 43 14 75 75 Fax: + 33(0)1 43 14 75 99

[www.veblen-institute.org](http://www.veblen-institute.org)

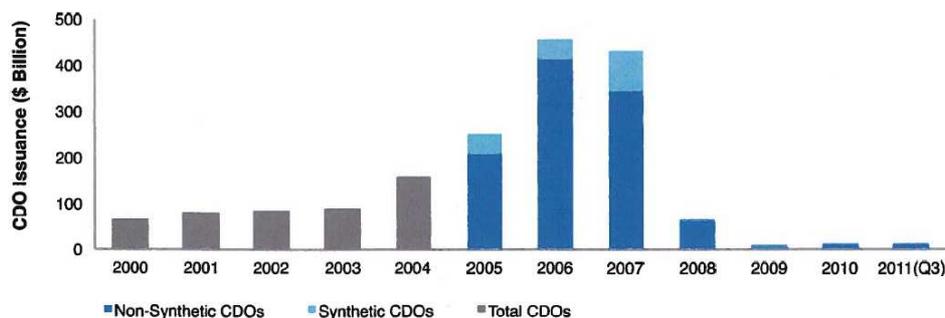
des produits dérivés (CDS et CDO) et des actifs toxiques (Suprimes, Alt-A, NegAm). La fabrication de ces actifs n'était supervisée par aucune entité publique ou privée car contrairement aux produits issus de l'économie réelle, les produits financiers ne sont soumis à aucune norme, aucun contrôle. Et pourtant, l'impact négatif de l'émission non régulée des innovations financières avait été démontré dès 1978 par l'économiste Kindleberger<sup>3</sup>.

Pour remédier à cette situation, nous proposons de créer une agence européenne nouvelle, chargée d'autoriser la mise sur le marché des produits financiers et de veiller sur l'innovation financière – plus simplement dit une « agence européenne des produits financiers », comme il existe en France une Agence française de sécurité sanitaire des produits de santé (Afssaps) ou, aux Etats-Unis, une Food and Drug Administration (FDA).

## 1. Les années 2000 et le boom des innovations financières

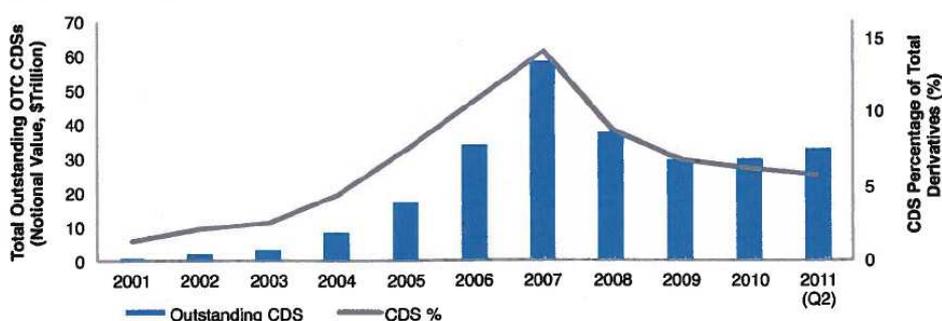
Durant ces quarante dernières années, la régulation financière a été particulièrement influencée par l'hypothèse des marchés efficients et auto-correcteurs ; en conséquence, les crises étaient considérées comme des phénomènes aléatoires et imprévisibles. Ce cadre de pensée très contraignant a légitimé les vagues consécutives de déréglementation financière, particulièrement visibles aux Etats-Unis à travers le Financial Modernization Act de 1999 (scellant la fin du Glass Steagall Act qui séparait les banques de détail et les banques d'investissement), le Commodity Futures Modernization Act de 2000 (soustrayant les produits dérivés à toute régulation), mais aussi au niveau international à travers les accords du comité de Bâle. Ce processus de déréglementation a provoqué un essor sans précédent des innovations financières comme les sulfureuses *subprimes*, les Alt-A, les CDS, ou encore les CDO (voir graphique 1 et 2).

Graphique 1 : Total des émissions de CDO de 2000 à 2011



3 Kindleberger C. (1978), Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis.

Source : World Economic Forum (2012)  
 Graphique 2 : Encours des CDS de 2001-2011



Source : World economic Forum (2012)

Ces innovations ne se limitaient pas uniquement à la création de nouveaux produits ; il s'agissait autant de nouvelles pratiques financières, de nouvelles institutions, que de processus ou de business models (comme les Structured Investment Vehicle (SIV) et les Special Purpose Vehicle (SPV), par exemple).

## 2. Le rôle des innovations financières dans les crises

L'essor de l'innovation financière trouvait sa justification dans les supposées vertus des nouveaux produits émis, à savoir l'émergence de marchés plus fluides et plus stables. L'ancien président de la Fed Paul Volcker en a toujours douté. Il rappelait d'ailleurs, lors d'une conférence rapportée par le *Wall Street Journal*, qu'il attendait toujours qu'on lui présente ne serait-ce qu'un début de preuve « objective » des bienfaits économiques réels des produits dérivés<sup>4</sup>. « *J'ai entendu parler de ces fantastiques innovations sur les marchés financiers, et il est sûr et certain qu'ils [les grands leaders de la finance] ont besoin de beaucoup innover. Mais je peux vous dire que ce sont deux d'entre elles – les credit-default swaps (CDS) et les collateralized debt obligations (CDO) – qui nous mènent droit au désastre. Ces innovations sont-elles si fantastiques que nous voulons en créer encore plus ?* ». Une analyse partagée par Warren Buffet, qui déclarait dès 2003 que « *Les produits dérivés étaient des armes financières de destruction massive* ». L'histoire lui a donné raison, non seulement les nouveaux produits n'ont pas tenus leurs promesses mais ils ont même participé activement à la déstabilisation de l'économie

<sup>4</sup> "I wish that somebody would give me some shred of neutral evidence about the relationship between financial innovation recently and the growth of the economy, just one shred of information. I am getting a bit wound up here". ["Paul Volcker: Think More Boldly"](#), l'édition web du *Wall Street Journal*, 14 décembre 2009.

mondiale et à son entrée en crise, que ce soit à travers les courtiers, les prêts Alt-A (prêts menteurs), les NegAm, les *subprimes*, des rouages essentiels de la crise financière américaine de 2008, ou à travers des CDS qui ont joué un rôle clef dans la crise de la dette européenne.

Cette multiplication des innovations financières semble avoir été davantage motivée par la recherche de rendements élevés et de rémunérations conséquentes que par le souci de proposer aux investisseurs des instruments de couverture. Une étude réalisée à partir d'entretiens de collaborateurs de la banque BNP-Paribas listait ainsi les quatre moteurs principaux des innovations financières liées aux produits dérivés : « *la recherche de rendement, et en particulier lorsque les actifs 'traditionnels' en proposent des faibles, l'effet de levier, la couverture contre les risques quels qu'ils soient, l'adaptation à des contraintes réglementaires.* » Si la couverture des risques est bien citée, elle arrive seulement en troisième position après la recherche de rendement et l'effet de levier.

### **3. Opacité et absence d'information**

Les crises récentes, et la lumière qu'elles ont jetée sur ces nouveaux produits, ont également permis de constater l'opacité qui les entoure : comment sont-ils créés? En quelle quantité? Comment leur prix est-il déterminé? Et tout simplement, où se trouvent-ils, vu qu'une grande partie d'entre eux sont détenus par les acteurs non régulés du *shadow banking*? L'information est rare dans ce secteur, et aucun signal ne semble à même de fonctionner pour renseigner correctement les caractéristiques de ces produits. La théorie des marchés efficients selon laquelle le prix est le meilleur des indicateurs qualitatifs et quantitatifs sur les marchés financiers, a été une fois de plus invalidée<sup>5</sup>, cette fois-ci par le développement du mark-to-model, du *shadow banking* et de l'interprétation abusive des normes comptables.

En effet, le prix ne peut constituer un indicateur efficace de la qualité d'un produit financier quand il est déterminé en interne par un modèle (mark-to-model) dont l'acheteur ignore les hypothèses, par exemple. Peut-on alors espérer plus fiable information du côté des agences de notation? Malheureusement, non. Ces organisations – financées par leurs propres clients et donc en proie à de terribles conflits d'intérêt – ont également démontré leur incapacité ou leur manque de volonté à noter rigoureusement certains produits et institutions. Rappelons-nous que Lehman Brothers possédait encore son AAA deux jours avant sa faillite.

Aujourd'hui, les outils dont nous disposons s'avèrent inefficace pour comprendre la qualité d'un produit financier, les volumes échangés ou encore la localisation des

---

<sup>5</sup> Rappelons que George Akerlof avait invalidé l'hypothèse des marchés efficients avant même son existence, dans son article sur les *Lemons Markets* de 1970.

risques. Impossible de réguler efficacement dans de telles conditions : pour faire leur travail correctement, les régulateurs doivent pouvoir connaître, comprendre, et contrôler l'émission de ces innovations.

#### 4. Créer une agence des produits financiers

Vu l'impact économique des innovations financières, il devient vital de s'assurer que les régulateurs soient à même de les encadrer. Après tout, la production de l'économie réelle (produits alimentaires, produits sanitaires, produits de consommation courante...) doit répondre à toute une série de normes et de critères pour accéder aux marchés : à des normes de sécurité, à des normes sanitaires, etc. Il est difficile de comprendre pourquoi l'industrie financière – comparée par certains économistes, comme Jacques Mistral ou Jan Kregel, à celle du nucléaire, tant ses effets peuvent être délétères – serait exemptée de tout processus de normalisation privé ou public.

Une solution serait de créer une agence d'autorisation de mise sur le marché des produits financiers. Pascal Canfin (2012), ministre du développement mais aussi ancien eurodéputé siégeant à la commission des Finances du Parlement européen, défend cette proposition dans son dernier livre. Et il n'est pas le seul : déjà en 2009, Willem Buiter – professeur d'économie à la LSE, ancien membre de la Banque d'Angleterre et de la Banque des règlements internationaux – expliquait que les innovations financières n'avaient fait que servir la cupidité de certains, maximisant l'évasion fiscale, l'arbitrage réglementaire, la fraude, la corruption, mais aussi les dégâts sociaux. Rappelons la fin de son article:

*« Je ne pense pas que la plupart des désastres liés à la titrisation des subprimes et des Alt-A ou à l'existence de CDS auraient eu lieu si ces produits avaient dû subir un contrôle de sécurité avant d'être mis sur le marché. Ce que j'ai en tête, c'est un FDA [l'équivalent de l'agence française de sécurité sanitaire – l'Afssaps] pour les nouveaux instruments et les nouvelles institutions. Comme les nouveaux traitements, les médicaments, les préparations pharmacologiques, les nouveaux instruments, les produits et les institutions financières peuvent avoir une utilité sociale. Mais ils peuvent aussi parfois être toxiques ou dangereux pour la santé. On pourrait donc établir une liste positive des instruments, des institutions et des produits financiers « approuvés ». Tout ce qui ne serait pas sur la liste serait interdit. De nouveaux items entreraient dans la liste après un test, un examen approfondi, une mise en situation, un projet pilote, etc. Cela ralentirait l'innovation financière certes. Mais cela ne la tuerait pas. Nous retarderons peut-être la mise sur le marché de nouveaux produits socialement utiles. Et bien, qu'il en soit ainsi.<sup>6</sup> »*

---

6 *Harmful Financial Innovation*, in Financial Times, édition du 1er juillet 2009.

Une proposition similaire a été formulée par Eric Tymoigne, économiste lié au Levy Institute aux Etats-Unis. Assumant une perspective très mynskienne (voir encadré), Eric Tymoigne affirme qu'un contrôle efficace des innovations financières peut permettre d'éviter le développement de fragilités financières. Pour lui aussi, la comparaison avec d'autres sphères de l'économie s'impose :

*« Dans le domaine des biens de consommation courante, des outils industriels, des médicaments, et dans bien d'autres, les produits sont mis à la disposition des consommateurs seulement après que des prototypes aient passé quantité de tests, de même chaque nouvelle régulation ou changement des règles en vigueur est aussitôt appliqué dès qu'un produit est mis sur le marché. En conséquence, les nouveaux produits sont étudiés dans le moindre détail de sorte que leurs propriétés et leurs potentiels dangers sont entièrement connus des régulateurs et partagés avec le grand public. De plus, leur usage peut être parfois réservé à un segment spécifique de la population [matériel médical, médicaments, armes, produits chimiques etc.]. Il semble inconcevable que ce type d'approche ne s'applique pas aux innovations financières »* conclut-il.

#### **Minsky, l'hypothèse d'instabilité et le paradoxe de la tranquillité**

Pour Hyman Minsky, l'instabilité est inhérente au capitalisme, puisque la stabilité engendre inévitablement l'instabilité. L'économie passerait ainsi par trois états successifs : la « *hedge finance* », la « *speculative finance* » et la « *Ponzi finance* ». Voici pourquoi.

Dans son « paradoxe de la tranquillité », Minsky explique que dans une économie stable et prospère, l'état financier des entreprises est marqué par une certaine prudence, les remboursements prévus étant inférieur aux profits attendus. Il s'agit d'un état dit de « *hedge finance* ».

Cette période de stabilité va pousser les entreprises à un peu trop d'optimisme. Elles vont alors avoir tendance à revoir à la hausse leurs investissements et à se diriger vers une structure financière moins prudente et de moins en moins liquide : elles vont accroître de manière substantielle leur endettement. Ce « *paradoxe de la tranquillité* » va conduire l'économie vers un état de « *speculative finance* ».

En effet, cette phase d'endettement va elle-même engendrer une nouvelle expansion conjoncturelle de l'activité et un accroissement des profits, qui viendra alimenter une fois de plus la confiance des agents économiques, ce qui se traduira par une forte réduction de la préférence pour la liquidité. Les agents économiques vont de moins en moins ressentir le besoin de garantir une part significative de leurs actifs sous forme liquide. La confiance aura pour effet de réduire la vigilance des agents en matière d'évaluation des risques, si bien que le financement et l'endettement vont s'opérer avec des supports de court terme.

C'est à ce stade que l'économie entre dans un état dit de « *Ponzi finance* » dans lequel les agents économiques doivent s'endetter pour rembourser les intérêts des dettes antérieures. Pour pouvoir recouvrer un peu de liquidités, ils seront plus tard obligés de vendre leurs actifs. L'économie est entrée en crise.

Mais c'est un texte écrit par deux chercheurs de la Chicago Law School, Eric Posner et Glen Weyl, mentionné dans le *New York Times* et *The Economist*, qui semble (re)lancer réellement le débat. Posner et Weyl (2012) proposent que les entreprises ne soient autorisées à commercialiser leurs produits financiers qu'une fois l'autorisation de l'agence gouvernementale obtenue. Pour chaque groupe de produits donné, ils proposent les critères à remplir pour qu'un produit soit autorisé sur un marché. Mais le principe qui sous-tend ces critères reste toujours le même : parvenir à déterminer si le produit proposé possède une réelle utilité sociale (c'est-à-dire, si ses services de couverture de risque dépassent son potentiel spéculatif).

Le test serait à la charge des entreprises. Il consisterait à identifier et à quantifier les composantes de la demande, par exemple à évaluer le nombre de personnes dont la richesse ou les revenus seraient impactés si un événement donné se réalisait.

Avec cette proposition, à laquelle vient s'ajouter une démythification de la spéculation (considérée par les auteurs comme, au mieux, un jeu à somme nulle), les deux chercheurs se sont attirés les foudres de nombreux éditorialistes de la presse économique et financière peu habitués à ce que l'université de Chicago – réputée pour son libéralisme – émette une proposition aussi « radicale ». Il est bien au contraire rassurant de voir que le débat commence à poindre au sein d'écoles de pensée idéologiquement assez éloignées les unes des autres. En France, André Orléan, le président de l'Association française d'économie politique (Afepe) a récemment déclaré qu'il fallait « *réorganiser le métier bancaire, le détourner de la spéculation, et s'interroger, à chaque fois qu'est proposée une innovation financière : est-elle bonne pour l'économie réelle ? Ce serait là un complet changement d'orientation.*<sup>7</sup> »

Associée à d'autres réformes, la création d'une agence des produits financiers aurait de multiples avantages : mettre fin à l'opacité qui règne sur les marchés financiers, informer les régulateurs sur la nature et la qualité des produits financiers en circulation, permettre d'identifier les risques et de mieux les anticiper, lutter contre l'optimisation fiscale et réglementaire, transmettre aux consommateurs et aux investisseurs une information plus rigoureuse sur les produits financiers contractés, et peut-être ainsi participer à remettre la finance au service de l'économie réelle.

---

<sup>7</sup> <http://fredericjoignot.blog.lemonde.fr/2012/01/26/les-marches-gouvernement-entretien-avec-andre-orlean-economiste-atterre>

## **Esquisse d'une agence des produits financiers**

### **Mission**

L'agence délivrerait des autorisations de mise sur le marché pour tout nouveau produit financier. Aucun produit ne pourrait être émis sans son aval.

Cette autorisation de commercialisation serait délivrée si, et seulement si, le produit testé satisfait un certain nombre de critères, lesquels s'articulent autour de trois lignes directrices :

- Ce produit peut-il constituer un danger d'ordre systémique à court, moyen ou long terme ?
- Ce produit offre-t-il une utilité sociale (les gains de la couverture dépassent-ils les risques de la spéculation) ?
- Existe t-il une demande potentielle ? Peut-on en définir la composition qualitative et quantitative ?

### **Composition**

L'agence des produits financiers pourrait être composée de plusieurs commissions :

- la commission d'autorisation de mise sur le marché ;
- la commission de vigilance ;
- la commission d'enregistrement des dérives (dérives spéculatives, etc.);
- la commission chargée du contrôle de la publicité et de la diffusion des recommandations sur le bon usage des produits financiers ;
- enfin, une commission par grande catégorie de produits financiers serait créée (dérivés, fonds mutuels etc.) afin d'assurer une veille sur chacune d'entre elles et déterminer les caractéristiques des tests à effectuer.

### **Statut et financement**

Jusqu'à présent, le recours à des agences privées de notation n'a pas prouvé son efficacité, les collusions d'intérêt ayant provoqué une distorsion massive de l'information.

Cependant, la mise en concurrence des agences publiques ou para-publiques de régulation, telle qu'elle est pratiquée aux Etats-Unis (où une banque peut choisir la charte dont elle veut relever, et choisir de cette façon son propre régulateur) affiche des résultats guère plus enviables. En conséquence, l'agence des produits financiers devrait relever de statuts publics.

L'industrie de la finance étant riche, puissante et réputée pour son lobbying, un effort particulier devrait être fait pour éviter tout risque potentiel de conflit d'intérêt, notamment pour éviter les dérives observées au sein de l'Afssaps\*. Pour financer le fonctionnement de l'agence, les institutions financières (bancaires et autres) émettant des produits financiers seraient mise à contribution au prorata du volume de leurs produits émis.

\*[http://www.lemonde.fr/idees/article/2012/01/06/mediator-le-medicament-lien-d-interet-contre-competence\\_1626445\\_3232.html](http://www.lemonde.fr/idees/article/2012/01/06/mediator-le-medicament-lien-d-interet-contre-competence_1626445_3232.html)

### **Le droit de retirer des produits du marché**

A tout moment, l'agence pourrait retirer un produit du marché, en cas de risque systémique probable, de dérives spéculatives, de dérives frauduleuses ou pour tout autre motif remettant en cause le bénéfice sociétal du produit en question. L'agence serait autorisée à stopper l'émission des produits incriminés et pourrait – le cas échéant – exiger le remboursement des investisseurs.

### **Les restrictions d'utilisation**

Pour éviter des dérives spéculatives, l'utilisation de certains produits financiers pourrait être restreinte à un nombre limité d'acteurs (ceux concernés par les risques spécifiques encourus).

### **Test**

Chaque produit devrait remplir un certain nombre de critères définis par l'agence (la liste des critères serait évolutive), et passer des tests avant d'être mis sur le marché. Il serait notamment demandé aux producteurs de démontrer que le produit soumis :

- répond à une demande potentielle, dont il est possible de déterminer la nature (à quel besoin répond le produit?), la quantité et d'en estimer un prix.
- ne présente pas de risque systémique
- offre une utilité sociale (ses services de couverture de risque dépassent son potentiel spéculatif)
- a été testé dans le cadre de projets pilotes.

L'agence serait en charge de vérifier la véracité des réponses, d'effectuer des tests comparatifs et des mises en situation.

### **Compétences réglementaires**

L'agence aurait également la compétence d'introduire de nouvelles réglementations.

### **Contrôle de la publicité et des « notices » des produits**

Via une commission spécifique, l'agence pourrait être en charge de vérifier la véracité des propos fournis aux consommateurs et aux investisseurs.

## Bibliographie

A.C.S, *The FDA approach to regulation*, The economist, édition électronique du 2 avril 2012 : <http://www.economist.com/node/2155213> \*

BBC News, *Buffett Warns on Investment "Time Bomb,"* 4 mars 2003. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/2817995.stm>

Buiter, Willem , *Harmful Financial Innovation*, in Financial Times, édition électronique du 1er juillet 2009  
<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/07/harmful-financial-innovation/#axzz1yRGW71yy>

Canfin, Pascal. *Ce que les banques vous disent et pourquoi il ne faut (presque) jamais les croire*, Editions les petits matins, février 2012.

Gowland, D. (1991), *Financial Innovation in Theory and Practice*, in Green C. J. and D.T. Llewellyn (eds.), *Surveys in Monetary Economics*, Oxford, Basil Blackwell, vol. 2.

Henderson, David. *Would Posner and Weyl Ban Gambling and Tennis ?*  
[http://econlog.econlib.org/archives/2012/04/would\\_posner\\_an.html](http://econlog.econlib.org/archives/2012/04/would_posner_an.html)

Kindleberger, Charles. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Wiley, 2005, 5th edition).

Morgenson, Gretchen. *How to Prevent a Financial Overdose*, in New York Times, édition électronique du 31 mars 2012. <http://www.nytimes.com/2012/04/01/business/how-a-financial-products-agency-could-protect-investors.html>

Posner, Eric A. et Weyl, E. Glen. *An FDA for financial Innovation : Applying the insurable Interest Doctrine to Twenty-First-Century Financial Market*, février 2012, The law School, the University of Chicago.

Sauget, Virginie et Vinger, Jacques. Les innovations financières dans le métier des dérivés actions : de "l'opacité à la lumière"? Institut de l'entreprise, 2005 : [http://www.institut-entreprise.fr/fileadmin/Docs\\_PDF/travaux\\_reflexions/Recherche\\_et\\_Innovation/BNPcas.pdf](http://www.institut-entreprise.fr/fileadmin/Docs_PDF/travaux_reflexions/Recherche_et_Innovation/BNPcas.pdf)

Sobreira, Rogério. « Innovation financière et investissement. », *Innovations* 1/2004 (n° 19), p. 115-129. URL : [www.cairn.info/revue-innovations-2004-1-page-115.htm](http://www.cairn.info/revue-innovations-2004-1-page-115.htm). DOI : [10.3917/inno.019.0115](https://doi.org/10.3917/inno.019.0115).

Tymoigne, Eric. *Financial Stability, Regulatory Buffers and Economic Growth : Some postrecession Regulatory Implications*, WP n° 637, novembre 2010, Levy Institute.

Volcker, Paul. *Think More Boldly*, édition électronique du Wall Street Journal, 14 décembre 2009  
<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704825504574586330960597134.html>

World Economic Forum en collaboration avec Olivier Wyman, *Rethinking Financial Innovation*, 2012.  
[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_FS\\_RethinkingFinancialInnovation\\_Report\\_2012.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_FS_RethinkingFinancialInnovation_Report_2012.pdf)