LA COUVERTURE DE RISQUE

EN MATIERE DE FINANCE ISLAMIQUE

SAMI AL-SUWAILEM

Document hors-série N° 10

1427 H – 2006

© Banque islamique de Développement, 2006

King Fahad National Library Cataloging-in-Publication Data (Catalogage de données pour publication)

Al-Suwailem, Sami
Hedging in Islamic Finance (Couverture en matière de finance islamique) /Sami Al-Suwailem
Jeddah, 2006

150 p ; 24 × 17 cm

ISBN : 9960-32-160-6

1. Couverture (Finance) 2. Finance islamique I. Titre

332.645 dc 1427/1811

L.D. no. 1427/1811
ISBN : 9960-32-160-6

بسم الله الرحمن الرحيم

TABLE DES MATIERES

Avant-propos ..... **ix**

Résumé ..... **xi**

I. Introduction **13**

Le dilemme du risque *13*

Le message de la finance islamique *14*

Objectif du livre *15*

Structure du livre *15*

Note sur les Références *16*

Remerciements *16*

II. Etat du risque : instabilité des marchés financiers **19**

Les bourses de valeurs *19*

Les marchés des produits de base *22*

Les marchés de change *24*

La stabilité des marchés financiers *25*

III. Les produits dérivés **27**

La structure des produits dérivés *27*

La taille du marché des produits dérivés *28*

Les instruments à terme *29*

Les options *30*

La lutte pour la légitimité *31*

Le débat économique *34*

Les produits dérivés et le risque *35*

La volonté contre la capacité de prendre des risques *36*

La marchandisation du Risque *37*

Les risques artificiels *38*

La séparation des risques *38*

Le risque et le temps *39*

La répartition des marchés *40*

La Loi des grands nombres *41*

Le risque systémique *42*

Les deux aspects des produits dérivés *44*
Les limites de la protection des produits dérivés *44*
Qui supporte le risque en fin de compte ? *46*
Les gagnants et les perdants des produits dérivés *47*
Le dilemme du risque *48*

IV. L'approche Islamique 51

Le risque dans l'économie islamique *51*
La couverture de risque *53*
Le risque tolérable *53*
Le caractère inévitable du risque *54*
La probabilité d'échec *55*
La causalité *55*
L'investissement contre le jeu de hasard *56*
Le choix dans l'incertitude *57*
Une Règle de décision causale *58*
La mesure statistique *59*
Les produits dérivés *61*

V. La theorie du *gharar* 63

Les types de jeux *63*
La mesure du Gharar *66*
Les caractéristiques des jeux à somme nulle *67*
Les mesures prévues contre les mesures réelles *69*
Le risque et la structure à somme nulle *71*
Les deux mesures du Gharar *73*
La valeur de la gestion du risque *75*

VI. La technique financière : un point de vue islamique 77

Définition et Concept *77*
La valeur de l'innovation *78*
La Chari'a et la créativité *78*
L'arbitrage règlementaire *79*
Etat de l'innovation financière *80*
Les principes de la technique financière islamique *80*
Le principe de l'équilibre *80*
L'interdépendance *81*

Le principe de l'acceptabilité *82*
Les sources des opérations prohibées *83*
Le principe d'intégration *85*
L'intégration et la spécialisation *85*
L'évaluation des produits financiers *86*
Le principe de cohérence *88*
Les stratégies de développement de produit *90*
L'imitation *90*
La mutation *92*
La satisfaction *92*
Conclusion *93*

VII. Les instruments Islamiques de couverture 95

La couverture économique *95*
L'alignement des Actifs et des Passifs *96*
La couverture naturelle *97*
La Couverture dynamique *98*
La couverture coopérative *99*
La couverture coopérative des risques de change *100*
L'ajustement mutuel bilatéral *101*
La couverture contractuelle *102*
La Mudārabah *102*
Le risque d'erreur de déclaration *103*
La mudārabah basée sur le crédit *103*
Le risque du capital *104*
La couverture par un tiers *105*
La vente à tempérament *105*
Le risque de liquidité *106*
Le risque du taux de rendement *106*
Le prix retardé diversifié *107*
Les obligations indexées sur le cours d'une marchandise *109*
Le risque de change dans la Murābaha *110*
Le Salam basé sur les valeurs *110*
Discussion *111*
La liquidité du Salam *113*
Le risque du taux de rendement *114*
Autres applications du Salam basé sur les valeurs *114*

La structure de rentabilité de la couverture contractuelle *115*

Les institutions spécialisées dans la gestion des risques *116*

Résumé *116*

VIII. Conclusion **119**

Bibliographie **121**

AVANT-PROPOS

Grâce à des processus appropriés de techniques financières, le développement de produits financiers islamiques est resté un domaine important de recherche à l'Institut islamique de recherche et de formation depuis sa création en 1981. Le développement de produits financiers est également un domaine prioritaire pour la recherche actuelle et future à l'Institut.

Dans ce domaine, l'industrie financière islamique est confrontée à deux défis contradictoires. Tout naturellement, les directeurs du trésor des institutions financières islamiques sont confrontés au défi immédiat de gestion des risques financiers découlant de leurs opérations. Pour rester durables, ces institutions doivent disposer immédiatement de produits financiers qu'elles pourront utiliser pour couvrir les divers risques financiers. Par ailleurs, l'industrie a également besoin de produits financiers susceptibles de garantir la viabilité à long terme de l'industrie en tant que modèle fonctionnel véritablement distinct. Alors que la première préoccupation pose un problème urgent de gestion de trésorerie, la seconde revêt également une importance capitale pour le développement futur de l'industrie.

Dans le présent document hors-série sur la « Couverture de risque en matière de finance islamique » le Dr. Sami Al-Suwailem tente de relever systématiquement le deuxième défi, le plus fondamental. L'on s'attend non seulement à ce que cette approche permet de relever les défis de développement futurs les plus essentiels de l'industrie, mais aussi de replacer les défis immédiats des institutions dans leur propre contexte. La recherche place l'analyse économique du sujet du point de vue général de la littérature historique sur le financement islamique et offre la possibilité de développer un certain nombre de produits financiers islamiques pour la couverture et la gestion des risques.

La technique financière aide à l'éclatement et à la décomposition des risques financiers qui sous-tendent les actifs en fonction de leurs caractéristiques uniques. De ce fait, elle aide au développement de produits financiers susceptibles de couvrir ces risques spécifiques. L'on espère que la recherche actuelle favorisera la compréhension du sujet vital du point de vue de la finance islamique et qu'elle incitera d'autres chercheurs à traiter de façon

plus intensive et en toute objectivité les diverses idées présentées dans le document. L'Institut encourage ces travaux de recherche menés par des chercheurs concernés.

Bashir Ali Khallat

Directeur par intérim de l'IIRF

RESUME

Le livre propose plusieurs instruments de contrôle et de réduction des risques communément associés aux contrats islamiques. Parmi ces instruments on compte les risques de capital, le risque du taux de rentabilité, le risque de liquidité et le risque de change. Des instruments de couverture conventionnels qui semblent conformes aux principes islamiques y sont également présentés.

Dans le processus, l'approche du risque est étudiée et des stratégies de développement de produit islamique sont présentées dans leurs grandes lignes. En règle générale, d'un point de vue islamique, le risque ne peut pas être échangé indépendamment de la propriété de l'actif sous-jacent. Les instruments classiques courants, par contre, prennent le sens inverse. Le risque est dissocié de la propriété et traité comme un produit à part. De ce fait, la gestion du risque et la création des richesses prennent différentes directions et sont en concurrence vis-à-vis des ressources rares. Plus important encore, la marchandisation du risque permet de supprimer les barrières sur la croissance et la prolifération des risques et leur répartition devient faussée par rapport à ceux qui sont le plus disposés mais moins aptes à les assumer.

Les instruments de couverture islamiques préviennent ces dysfonctionnements en intégrant le risque à la propriété et donc aux activités à valeur ajoutée, ce qui garantit la possibilité de gain réciproque tout en réduisant et en gérant les risques. Les instruments islamiques associent donc la gestion du risque à la création de richesses, menant ainsi à une meilleure performance sur les deux fronts.

Les opérations de couverture pourraient également être effectuées grâce à des activités non lucratives. La couverture réciproque répond aux besoins des parties concernées en évitant les risques avec un minimum de restrictions et permet d'éviter les problèmes de spéculation et les risques systémiques croissants.

I

INTRODUCTION

L'industrie financière islamique se développe rapidement. Les marchés apprécient de plus en plus les instruments islamiques et de nombreuses institutions sont prêtes à fournir des services islamiques à leurs clients. Cependant, les instruments islamiques, particulièrement dans le domaine de la couverture et de la gestion des risques, ne suivent pas le rythme de la croissance de l'industrie.

Les institutions financières islamiques font face à divers types de risques liés aux modes islamiques d'investissement et de financement. La nécessité de traiter ces risques d'un point de vue islamique est largement reconnue dans l'industrie et a été l'objet de plusieurs études, conférences et ateliers (par ex. Khan et Ahmed 2001 ; IFSB 2005).

La présente recherche insiste sur les instruments islamiques de couverture des risques liés à la finance islamique. Bien que tous les types de risques ne soient pas propres aux modes islamiques, les stratégies visant à les neutraliser et à les gérer sont, de toute évidence, différentes des approches traditionnelles.

A cet effet, le livre développe un cadre général d'étude des passations de marchés dans l'incertitude ou G*harar*. Ce cadre est alors utilisé comme point de référence par rapport auquel les instruments proposés sont évalués. Dans ce cadre, les instruments classiques, surtout les produits dérivés, sont examinés. Le contraste entre les deux types d'instruments devient en conséquence évident du point de vue conceptuel.

Le dilemme du risque

Le risque constitue un défi tant pour le financement islamique que traditionnel. D'une part, les experts et les spécialistes conviennent de l'impossibilité de réaliser la croissance économique sans prendre de risque. « Qui ne risque rien n'a rien » est le premier principe de l'investissement. En outre l'absence totale de risque fausse les motivations et abaisse l'efficacité économique. Ainsi, le risque est inévitable pour le progrès économique. D'autre part, le risque excessif constituera un obstacle à l'investissement et un frein à la

croissance. La question se pose alors ainsi : comment parvenir à un équilibre entre ces deux extrêmes?

La finance islamique propose une approche générale pour répondre à cette question cruciale. Pour les transactions à but lucratif, l'on ne peut pas dissocier le risque de l'appropriation de biens et services réels. Ce n'est pas parce que le risque en tant que tel est tentant, en fait, c'est tout à fait le contraire. Une stratégie efficace pour minimiser et contrôler le risque consiste à l'intégrer dans des activités véritables. Ainsi, le risque devient naturellement contrôlé par l'économie réelle. Entre-temps, cela stimulerait l'activité réelle en vue de générer suffisamment de richesses pour compenser ces risques. Dans la mesure où ces activités constituent l'élément moteur de la croissance économique, la stratégie aide alors à atteindre deux objectifs à la fois : créer de la valeur et minimiser le risque.

La finance conventionnelle fournit de nombreux instruments de gestion du risque, dont certains sont conformes à l'approche islamique, tel que discuté plus loin dans le document. Cependant, les instruments courants, à savoir les produits dérivés, vont en sens inverse : ils dissocient le risque des actifs sous-jacents. Ainsi, la gestion du risque et la création des richesses prennent différentes directions et se disputent les ressources limitées disponibles. En outre, la marchandisation des risques entraîne leur prolifération et leur répartition disproportionnée. Il en résulte finalement des risques plus importants, une instabilité croissante et une concentration des richesses. Malheureusement, avec la croissance exponentielle des produits dérivés, les statistiques montrent une instabilité croissante des marchés et non une stabilité croissante. Comme discuté plus loin, les experts sont de plus en plus conscients de ces instabilités et de leurs coûts sur les économies réelles.

Le message de la finance islamique

La finance islamique n'est pas réservée aux seuls musulmans. Elle profite à l'humanité entière : « et Nous ne t'avons envoyé qu'en miséricorde pour l'univers » (Coran, 21 : 107). Ceci constitue un grand défi pour les économistes musulmans, notamment pour transmettre avec succès le message d'Allah (*s.w.t*) à l'humanité, et pour contribuer de façon positive à la stabilité économique et à la prospérité du monde.

Objectif du livre

C'est dans le contexte de la crise des crédits et dans celui, parallèle, mais indépendant, du boom de la finance islamique, que s'inscrit ce travail, dont l'objectif est de montrer que la finance islamique peut être considérée, sinon comme une issue à la crise, du moins comme une alternative pouvant permettre à la finance internationale d'être plus axée sur l'activité économique réelle plutôt que d'être essentiellement orientée vers la spéculation, donnant ainsi à la notion de risque sa juste valeur : ni trop, ni trop peu. Plus précisément, ce livre tente de développer un cadre d'étude des risques et des stratégies visant à concevoir des instruments de gestion du risque sur la base de principes et règles islamiques d'échange. Plusieurs instruments et produits sont fournis afin de donner sens à ces stratégies.

Structure du livre

Le livre est structuré comme suit : la Section II est consacrée à l'étude de l'instabilité des principaux marchés financiers. Les données statistiques montrent que l'instabilité est généralement croissante. Ce point de vue est confirmé tant par les grands spécialistes que par les chercheurs et les décideurs. Malgré les instruments ingénieux de gestion des risques inventés au cours de la dernière décennie, les risques semblent s'accroître plutôt que diminuer.

La Section III traite du débat actuel sur les produits dérivés. Ces derniers en tant que tels peuvent être utilisés pour la gestion du risque et par la spéculation pure. La littérature montre que les produits dérivés constituent pour les économistes et les législateurs un défi difficile à relever. Les différences d'ordre juridique et économique entre la spéculation qui utilise des produits dérivés et le pari étaient et demeurent toujours non résolues. Les conséquences économiques de la spéculation croissante sont souvent associées à l'instabilité croissante.

La section IV présente un point de vue islamique sur le risque. Cette section examine les positions des érudits musulmans eu égard au risque, qui n'est pas souhaitable en lui-même. En effet, l'objectif c'est plutôt la création de valeur par des activités réelles. Cependant, ces activités entraînent inévitablement des risques. La question de savoir comment faire la différence entre la prise de risque légitime et le jeu est débattue, et il est montré que la règle statistique de la médiane est une mesure efficace pour faire la différence entre les deux.

La section V expose une théorie du *Gharar*, fondée sur les règles de la Chari'a et sur la raison économique. Il est soutenu que *le Gharar e*st surtout un jeu à somme nulle et que cette structure fausse les motivations et le comportement du système, augmentant ainsi le risque et l'instabilité. La théorie est intégrée au point de vue islamique sur le risque pour définir un cadre général de la question. Ce cadre est utilisé comme base de développement des instruments islamiques.

La section VI traite de la technique financière d'un point de vue islamique. Les principes et stratégies de développement de produits sont présentés et discutés en même temps que des exemples de pratiques financières islamiques contemporaines.

La section VII propose trois stratégies de couverture qui englobent chacune plusieurs instruments. Chacun des instruments est examiné et évalué. Sans viser l'exhaustivité, la présentation de ces derniers essaie essentiellement d'encourager le débat sur la question plutôt qu'à donner des contrats acceptés de manière décisive du point de vue de la Chari'a.

La section VIII est consacrée à la conclusion.

Note sur les Références

Les références en anglais sont présentées en indiquant le nom de l'auteur et l'année, alors que celles en arabe sont présentées en indiquant le nom et le numéro entre crochets (par ex. Al-Dharir [12]), sans indication de l'année. De nombreuses références sont disponibles sur l'Internet et donc elles sont citées sans indiquer les numéros de pages. L'adresse du web est toutefois citée dans les références bibliographiques. Lorsque la source est simplement un site web, l'adresse et la date à laquelle ce site a été consulté sont indiquées entre parenthèses (par ex. investopedia.com ; 12.2005).

Remerciements

De nombreuses idées exprimées dans le document ont été pendant des années insuffisamment développées. Le document repose sur des recherches antérieures et a grandement profité des nombreuses discussions avec des collègues et praticiens des banques islamiques et classiques. Je ne peux les citer tous, mais j'aurai toujours en mémoire leurs contributions positives.

Mes collègues de l'IIRF ont fait de nombreuses propositions et ont apporté des améliorations. Je voudrais en particulier remercier le Dr. Tariqullah Khan, le

Dr. Habib Ahmed et le Dr. Salman Ali pour leur encouragement et leurs commentaires utiles. Je remercie également le Dr. Muhammed Tariq, Directeur du trésor et le Dr. Muddasir Siddiqi, Conseiller au département juridique de la BID, pour leur lecture attentive et leurs commentaires critiques.

M. Ibrahim Gharbi, de la Bibliothèque de la BID, dont j'ai beaucoup apprécié les efforts, m'a apporté un soutien inestimable.

Je considère ce livre comme un travail en cours. Le sujet est extrêmement riche et diversifié et la résolution de ses complexités fondamentales dépasse les capacités d'un seul chercheur. La présente recherche vise essentiellement à indiquer les orientations utiles en vue d'approfondir le sujet et d'encourager la recherche pour trouver des réponses à ces questions intéressantes. Si l'objectif visé est atteint, cela constituera alors un grand succès et une très grande faveur d'Allah (*s.w.t.*).

II

ETAT DU RISQUE :
INSTABILITE DES MARCHES FINANCIERS

La dernière décennie a été témoin d'importantes crises financières dans différentes régions du monde, notamment en Asie du Sud-est, en Russie et en Amérique Latine, ainsi que de troubles dérivés de la LTCM, des scandales financiers de Enron, Worldcom, Parmalat, et plus récemment, Refco.

La documentation détaillée de ces évènements remplirait des centaines de pages (voir par exemple Partnoy 2003 et Banks 2004). Cependant, il existe une tendance apparemment générale à l'instabilité croissante dans les marchés financiers qui engendre et entretient ces crises (voir par ex. Tumpel-Gugerell 2003). Dans cette section, nous ferons un tour d'horizon de l'instabilité des marchés financiers choisis pour étudier ce phénomène.

Les bourses de valeurs

Alors que les bourses sont généralement instables par nature, elles le sont devenues de plus en plus au fil du temps. La Figure 1 montre des données sur la moyenne industrielle du Dow Jones.

Il existe différentes méthodes pour mesurer l'instabilité. La déviation standard est une mesure commune. Le nombre de jours pendant lesquels l'écart entre les valeurs hautes et les valeurs basses de l'indice dépasse un certain seuil est une autre mesure (par ex. Sornette 2003) que nous utilisons ici pour calculer la l'instabilité, soit :

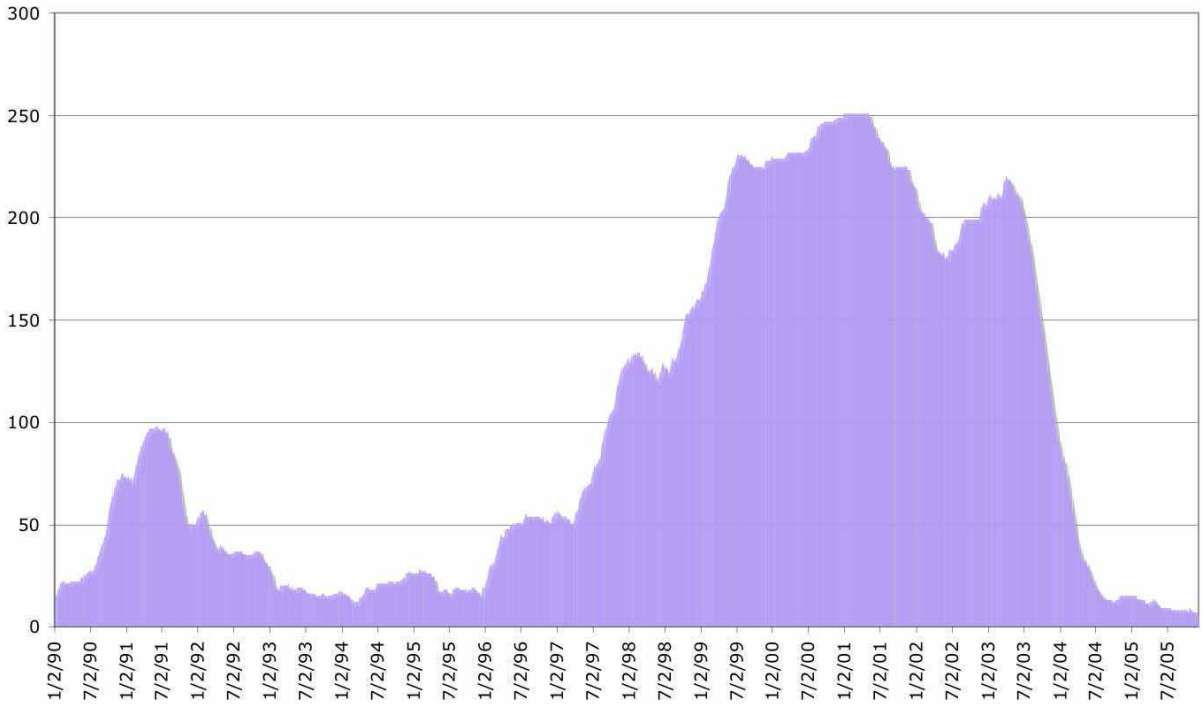

Figure 1 : Instabilité de la moyenne industrielle du Dow Jones

Source : djindexes.com

$$u_t = \frac{haut_t - bas_t}{clôture}$$

l'écart entre la valeur la plus haute et la valeur la plus basse en rapport avec la valeur de clôture de l'indice. Soit $\bar{u}$ la moyenne de l'écart pour la période d'échantillonnage. On définit :

$$d_t = \begin{cases} 1 \text{ si } u_t > \bar{u} \\ 0 \text{ autrement} \end{cases}$$

Et soit

$$V_n = \sum_{i=1}^{n} d_t$$

V_n représente alors le nombre de jours pendant lesquels l'écart dépasse la moyenne de l'échantillon. Nous utilisons une version mobile de V dans laquelle n est égal à 252 (nombre de jours d'échange dans l'année). Ceci est présenté dans la Figure 1.

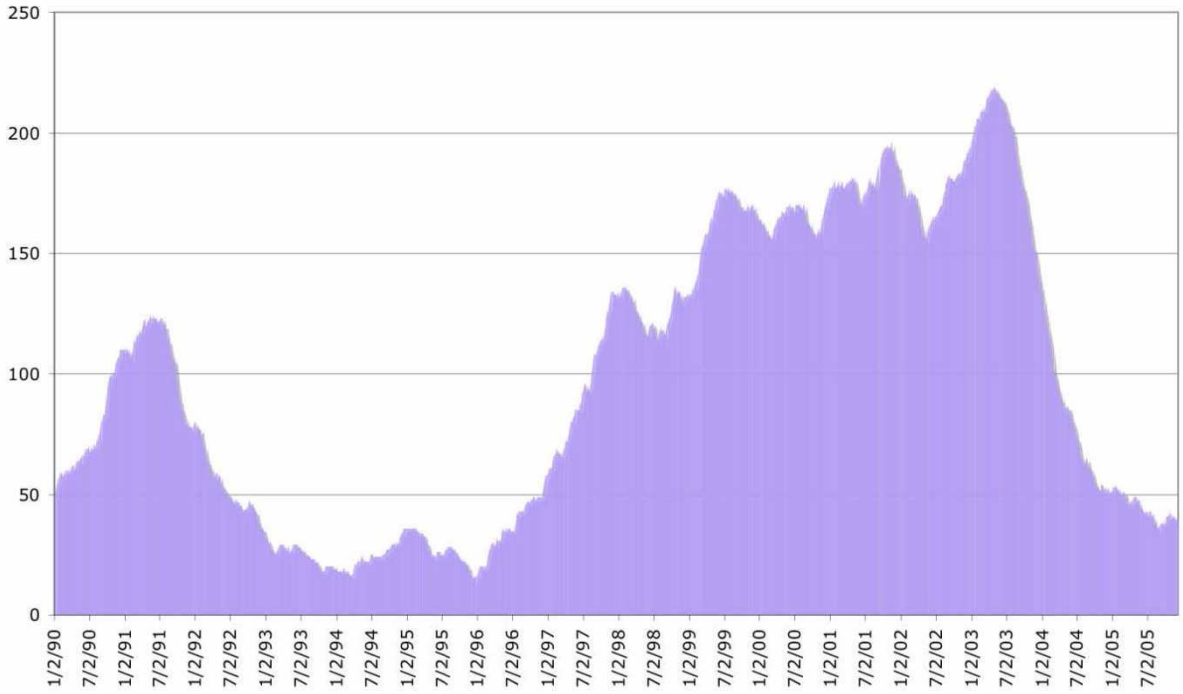

Figure 2 : Instabilité de S&P 500

Source : finance.yahoo.com

La période d'échantillonnage de l'indice DJ s'étend du 1er janvier 1990 au 9 décembre 2005. Pour la période étudiée, l'écart moyen $\overline{u}$ est de 2,2%.

Comme le montre la Figure 1, la fin des années quatre vingt dix et le début de ce siècle ont été le théâtre d'une instabilité croissante par rapport au début des années quatre vingt dix. Le nombre moyen de jours instables en 2000-2004 est de 159. A titre de comparaison, la moyenne pour la période 1990-1994 est de 38,6 jours. Cela signifie que le nombre de jours instables avait quadruplé au cours de la période 2000-2004. L'instabilité a cependant baissé au cours de l'année 2005, mais nous ne savons pas exactement s'il s'agit d'un changement de tendance ou d'un changement temporaire.

La Figure 2 montre des données relatives à l'indice S&P 500. Encore une fois, l'instabilité croissante est évidente. Le nombre moyen de jours à forte instabilité au cours de la période 1990-1994 est de 52. Pour la période 2000-2004 il avoisine 156. L'instabilité a baissé en 2005, comme dans l'indice Dow Jones, ce qui peut être un signe d'un changement éventuel de tendance.

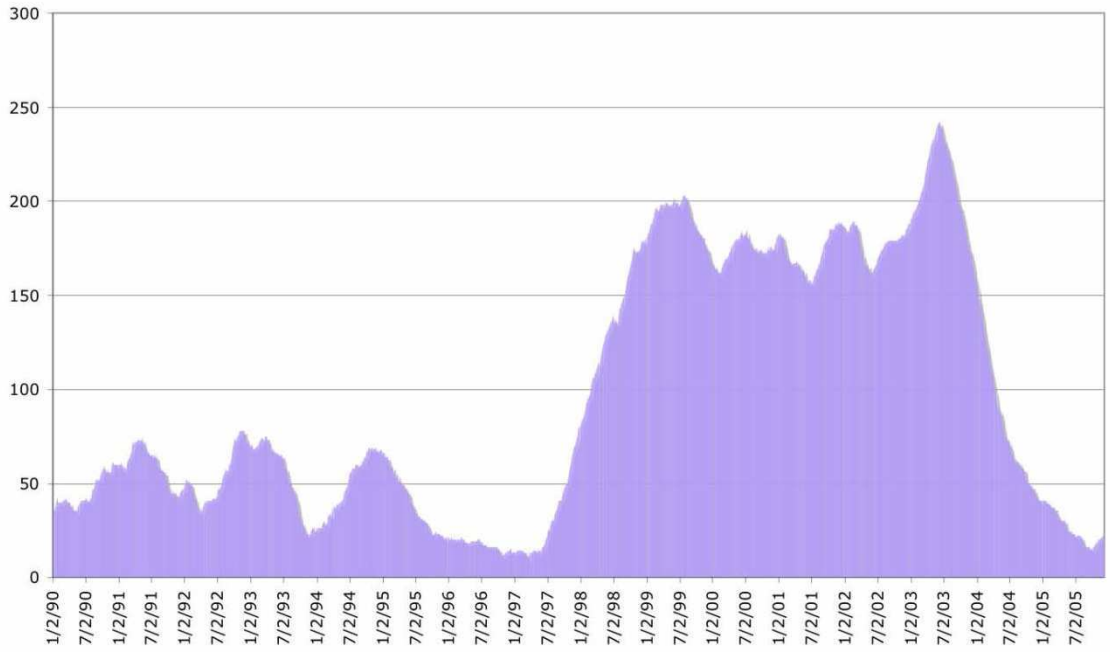

Figure 3 : Instabilité du FTSE 100

Source : finance.yahoo.com

La Figure 3 montre l'instabilité de l'indice FTSE100 des 100 plus grandes sociétés britanniques inscrites à la Bourse de Londres. La tendance est semblable à celle des indices Dow Jones et S&P 500. Le nombre moyen de jours instables au cours de la période 1990-1994 est de 53,9, alors que pour la période 2000-2004, il est de 159. L'instabilité a également baissé en 2005. Les données ultérieures aideraient à déterminer l'ampleur de cette réduction.

Les marchés des produits de base

Si nous nous tournons vers les marchés des produits de base, nous trouvons le même constat. La Figure 4 montre l'instabilité de l'indice des produits de base

Dow Jones (DG-AIGCI). L'indice représente des instruments à terme mobiles concernant 19 produits.

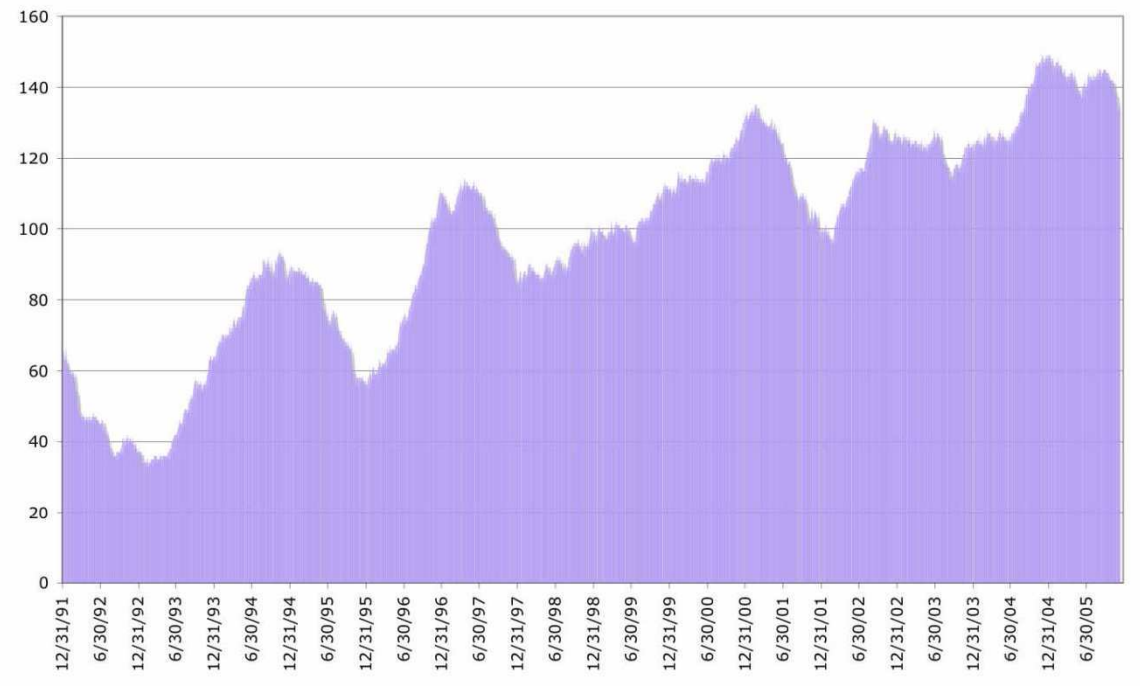

Figure 4 : Instabilité de l'indice des Produits DJ

Source : djindexes.com

Parmi ces produits on compte : les produits énergétiques (33%), les céréales (18,4%), l'huile végétale (2,7%), le bétail (10,5%), les métaux précieux (8%), les métaux industriels (18,2%), les biens de consommation non durables (9,2%).

La Figure 4 montre le nombre de jours pendant lesquels un changement radical du prix quotidien par rapport au jour précédent dépasse le changement moyen dans l'échantillon (0,57%). Le nombre représente la somme des jours pendant l'année écoulée (252 jours). L'accroissement de l'instabilité au cours des 15 dernières années est important. Cela est probablement dû à la guerre en Irak et son impact sur le prix du pétrole. Cependant, l'instabilité a commencé à s'accroître beaucoup plus tôt, comme le montre le graphique.

La moyenne des jours d'instabilité par an pour la période 1991-1994 est de 57 jours ; elle est de 123 jours pour la période 2001-2004.

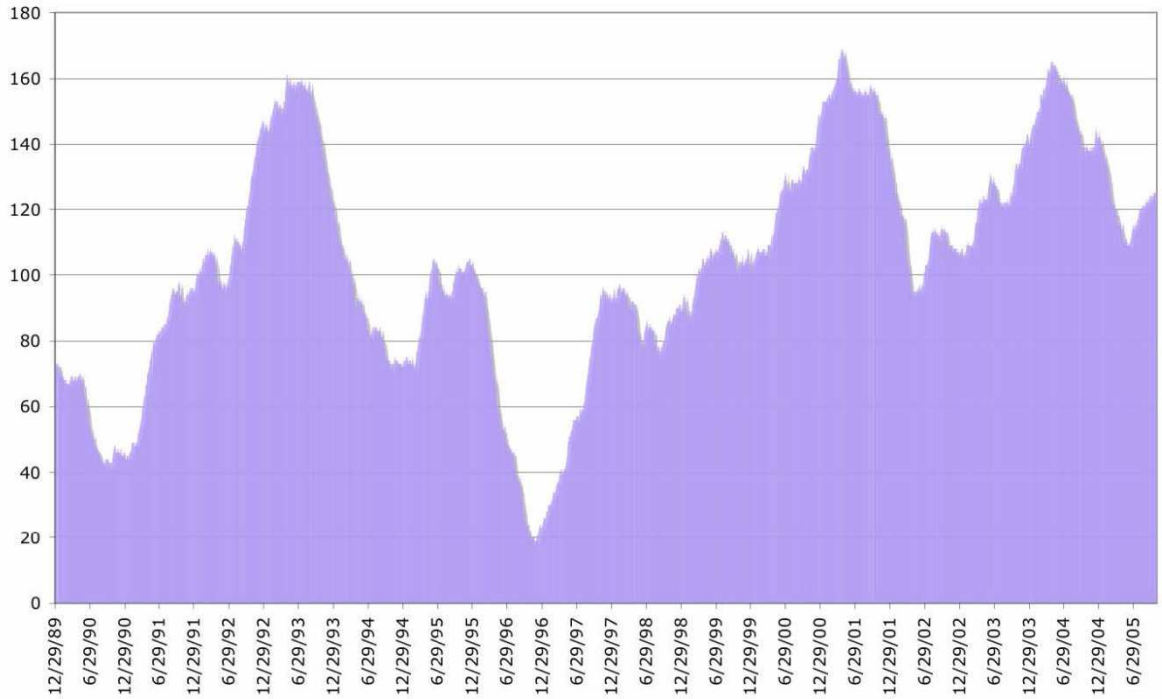

Figure 5 : Instabilité de l'indice du $ EU

Source : nybot.com

Les marchés de change

La Figure 5 montre l'instabilité du taux de change d'un panier de devises par rapport au Dollar américain, sur la base de l'indice fixé par la Chambre de Commerce de New York (USDX, nybot.com). L'indice englobe l'Euro (57,6%), le Yen (13,6%), la Livre sterling (11,9%), le Dollar canadien (9,1%), la Couronne suédoise (4,2%), et le Franc suisse (3,6%).

La figure montre le nombre de jours pendant lesquels les différences entre les valeurs extrêmes de l'USDX en tant que pourcentage de la valeur de Clôture dépassent la différence moyenne de la période (environ 0,73%). La somme couvre 365 jours par an, dans la mesure où le marché des changes est ouvert 24 heures sur 24.

Dans l'ensemble, l'USDX semble quelque peu plus instable à partir de 1997. Le nombre moyen de jours instables par an dans la période 1990-1994 est de 106,5 alors que celui de la période 2000-2004 est de 134, ce qui représente un accroissement de l'instabilité de plus de 26%. Les médianes pour les deux périodes sont de 100,5 et 138, respectivement, ce qui représente une différence de 38% environ.

Le tableau ci-dessous résume les résultats susvisés.

Tableau 1
Instabilité des marchés choisis

	1990-1994		**2000-2004**	
	Moyenne	*médiane*	*moyenne*	*médiane*
DJIA	38,6	27	159,4	199
S&P 500	52,1	36	156	176
FTSE 100	53,9	57	158,9	174
Indice des produits du DJ*	57	52	123	124
Indice du $ EU	106,5	100,5	134,4	138

* L'échantillon est pris à partir de 1991. Les chiffres présentés sont ceux des périodes 1991-1994 et 2001-2004, respectivement. L'écart est mesuré par le pourcentage de variation des prix.

La stabilité des marchés financiers

Le Tableau 1 montre une augmentation remarquable de l'instabilité au cours de la dernière décennie. L'instabilité des marchés a augmenté de 225% en moyenne. De nombreux auteurs ont reconnu ce phénomène. Dès 1996, Bernstein a indiqué que « l'instabilité semble se proliférer au lieu de baisser » (p. 329). Les crises asiatiques et d'autres évènements des années quatre-vingt-dix ont amené Paul Krugman (1999) à écrire : « L'économie mondiale s'est avérée être un domaine beaucoup plus dangereux que nous ne l'imaginions » (p. 154). Plus récemment, Gertrude Tumpel-Gugerell (2003), membre du Comité exécutif de la Banque Centrale Européenne, note que depuis 1997 l'instabilité des principales bourses des valeurs a doublé suite à une tendance à la hausse lente mais régulière. Le lauréat du prix Nobel, Joseph Stiglitz (2003, p. 54) en tire la conclusion que « Il y a quelque chose qui ne va pas dans le système financier mondial. »

De nombreux facteurs ont contribué à cet accroissement de la volatilité et il ne serait pas du tout facile de les déterminer. Il nous faudra plutôt nous focaliser sur les outils les plus communément utilisés pour traiter la question de la volatilité : les produits dérivés.

III

LES PRODUITS DERIVES

Les produits dérivés peuvent être décrits comme des instruments financiers permettant un échange des risques. Parmi les plus connus de ces produits, on trouve les contrats à terme, les options et les swaps. Théoriquement, les produits dérivés sont supposés répartir les risques entre les participants au marché en fonction de leur aptitude à les assumer. Cette répartition garantirait à chaque partie une situation plus avantageuse et permettrait d'améliorer l'efficacité et la productivité. Les produits dérivés sont ainsi les principaux instruments utilisés de façon conventionnelle pour couvrir divers types de risques. Mais ils sont également les principaux instruments de spéculation. La recherche d'un équilibre entre les deux fonctions constitue un défi majeur pour les économistes et les juristes.

Considérant les deux aspects des produits dérivés, nous allons brièvement discuter de la manière dont les économistes et les spécialistes traitent la question. Le point de vue islamique sera traité à la section V.

La structure des produits dérivés

Les produits dérivés sont généralement des échanges à somme nulle entre deux parties. Selon Alan Greenspan, ancien Président de la Réserve Fédérale, (1999) : « Dans l'ensemble, les produits dérivés sont surtout un jeu à somme nulle : la perte de marché d'une partie constitue le gain de marché de l'autre partie » (voir également Group of Thirty 1994, p. 64). Les options et les contrats à terme sont des exemples de jeux à somme nulle, dans la mesure où pour chaque partie qui gagne, l'autre partie perd (investopedia.com ; 12.2005).

En tant que tels, les produits dérivés ne sont pas « de véritables » transactions dans la mesure où aucun transfert de propriété n'est effectué. Seul l'argent change de main au terme du contrat. La livraison d'actifs sous-jacents est très rare ; dans les instruments à terme, par exemple, 99% des contrats sont réglés avant échéance (Pilbeam, 2005). C'est pourquoi l'Autorité des Services Financiers du RU définit les produits dérivés comme « un contrat pour les différences » (Swan 2000, p. 11). C'est-à-dire qu'ils sont réglés à travers des

différences de prix sans livraison ou transfert de propriété. Nous verrons plus loin comment cet aspect affecte la structure de risque des produits dérivés.

Il est important de souligner que les contrats qui transfèrent la propriété et concernent explicitement la délivrance de l'actif sous-jacent ne sont pas considérés comme des produits dérivés et sont donc exclus des discussions ultérieures. En outre, l'échange d'actions ou d'actifs au comptant, en tant que tel, n'est pas un jeu à somme nulle dans la mesure où les profits et pertes ne sont pas débités d'une partie pour être crédités à l'autre comme pour les produits dérivés. En outre, les échanges impliquent le transfert de propriété qui n'a pas lieu dans le cas des produits dérivés. Cette démarche est expliquée plus en détail dans la section V.

La taille du marché des produits dérivés

Les produits dérivés peuvent généralement être échangés dans l'un des deux marchés : les Echanges Organisés (EO), et hors bourse (OTC). Les échanges organisés, tout comme le Chicago Board of Options Exchange (CBOE), sont des marchés réglementés et centralisés pour les produits dérivés standardisés. Les échanges hors bourse sont des marchés décentralisés, moins réglementés pour des produits dérivés moins standardisés.

Les données issues de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) montrent que les produits dérivés se sont développés à un rythme remarquable. La Figure 6 montre la taille des deux marchés sur la base des données de la BRI.

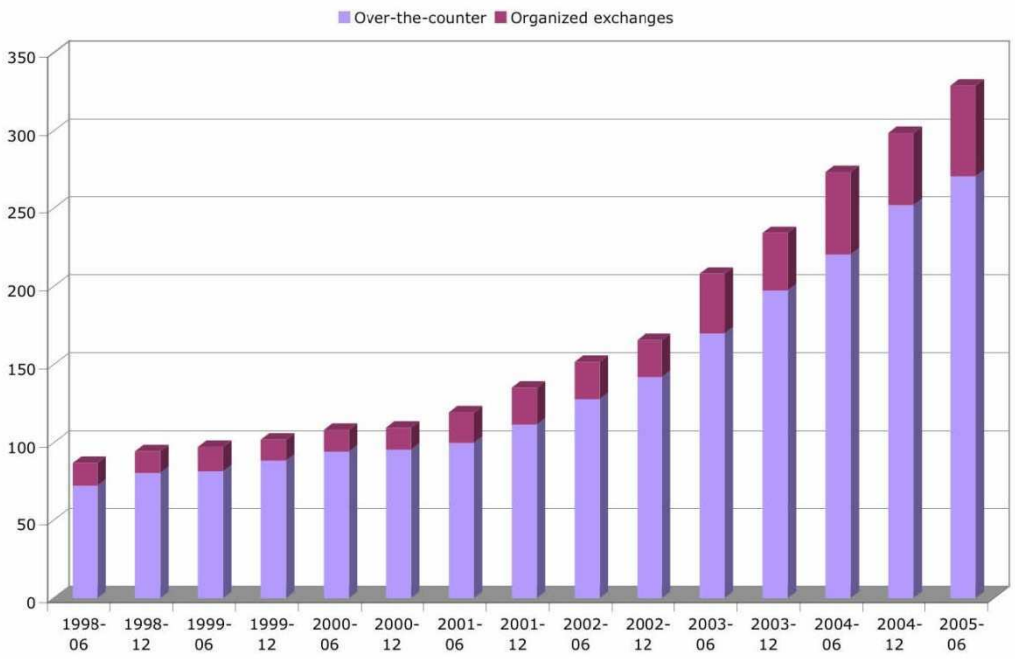

Figure 6 : Valeurs indicatives des produits dérivés

Source : bis.org

Le montant indicatif représente la valeur de l'actif sous-jacent d'où provient le produit dérivé. Le montant indicatif total des dérivés atteint aujourd'hui 330 trillions de Dollars, une hausse par rapport à celui de moins de 100 trillions de Dollars enregistrés en 1998, ce qui veut dire que les produits dérivés ont plus que triplé en moins de 7 ans. En 1986, les produits dérivés OE étaient d'environ 614 milliards de Dollars. En deux décennies les marchés des produits dérivés ont été dans l'ensemble multipliés par plus de 300. Ceci dépasse le taux de croissance de toutes les catégories de titres et d'actifs de l'économie mondiale.

Les instruments à terme

Les « instruments à terme » font référence à des contrats à terme standardisés négociables. Les contrats à terme représentent aussi un accord visant à livrer un produit défini à une date ultérieure pour un prix déterminé. Les contrats à terme en tant que tels sont connus dans les activités économiques humaines, ils ne sont donc pas nouveaux. Les contrats forward étaient connus depuis l'époque de l'Imam M lik (179H, vers 800G) à Médine, où les contrats (à terme) Salam avaient été autorisés par l'école Malikite à être échangés dans un marché secondaire (par ex. Al-Dharir [12]). Toutefois, les contrats à terme relatifs aux produits alimentaires de base (blé, orge, dattes et sel) n'étaient pas

autorisés à être négociés dans un marché secondaire conformément aux instructions du Prophète (paix et salut sur lui) selon lesquelles les produits alimentaires ne peuvent pas être vendus s'ils ne sont pas acquis au préalable. Autrement dit, les contrats à terme négociables étaient en principe connus et établis il y a plus de 1200 ans.

Cependant, ces instruments à terme sont différents des instruments à terme contemporains en raison de deux aspects fondamentaux : le paiement anticipé et la livraison. Concernant les contrats *Salam*, l'intégralité du prix doit être payée d'avance. En outre, le produit sous-jacent doit être livré à la date d'échéance et il existe plusieurs restrictions sur la résiliation et l'établissement ultérieur du contrat sans livraison. Ces deux séries de conditions ont empêché l'utilisation du contrat à des fins purement spéculatives qui consistent à échanger de l'argent pour de l'argent, résultat que les chercheurs musulmans ont considéré à l'unanimité comme nul et non avenu.

Les instruments à terme organisés dont la majeure partie des contrats finissent par établir des différences de prix, constituent un phénomène relativement récent. Le premier marché organisé du genre était probablement établi au Japon en 1730 (Teweles et Jones 1987, p. 8), où aucune livraison n'aurait eu lieu.

En 1848 la Chicago Board of Trade a créé le premier marché organisé d'instruments à terme de l'Ouest. Au départ, cependant, il s'agissait d'opérations de livraison à terme, c.-à-d. de produits livrables à terme. C'est seulement en 1865 que l'on a commencé à négocier des contrats à terme (cf. : cbot.com ; 12.2005). En 1877 les échanges d'instruments à terme sont devenus plus formels et les « spéculateurs » seraient reconnus comme étant des acteurs du marché (ibid). Par la suite, la taille du marché des instruments à terme a augmenté et d'autres opérations ont introduit la négociation d'instruments à terme (Teweles et Jones 1987).

Aujourd'hui, les instruments à terme sont négociés pour toutes sortes d'actifs : fonds propres, obligations, monnaies, taux d'intérêt, indices, volatilités, etc.

Les options

A l'origine, l'idée de vente à prix forfaitaire avec pénalisation était une pratique assez ancienne. Le *'Urbun* faisait partie de ces contrats où l'acquéreur devait faire un versement initial à charge de perdre cet acompte s'il annulait le

contrat. Cette pratique était connue depuis le règne du deuxième Calife Omar ibn Al-Khattab (22H, vers 700G) (Al-Dharir [12]). Toutefois, cette pratique n'était pas utilisée à des fins de spéculation, à savoir fixer le prix courant en vue de tirer profit des mouvements de prix ultérieurs, mais pour de véritables transactions commerciales, c.-à-d. des « options réelles » (cf. Al-Suwailem 1999).

Les options étaient activement négociées à Amsterdam au dix-septième siècle. Aux Etats-Unis, les options sont apparues en même temps que les actions, au début du dix-neuvième siècle (Sullivan 2005). Outre la spéculation, la parité de l'option de vente et de l'option d'achat était utilisée au milieu des années 1800 pour consentir des prêts à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés que ceux autorisés par les lois sur l'usure (Chance 1995). Toutefois, la négociation des options est restée limitée jusqu'à la publication, en 1973, par Black Merton et Scholes de leurs formules relatives à la fixation des prix. La même année, la Chicago Board of Options Exchange fût fondée après des années d'études et de planification (cboe.com, 12.2005 ; Sullivan 2005) où les contrats d'option d'achat ont commencé à être négociés. Les options de vente devaient attendre jusqu'en 1977, avec un suivi minutieux de la SEC (Commission des valeurs mobilières) (Sullivan, 2005).

D'autres formes de produits dérivés, comme les swaps, la vente à découvert, etc., ont leurs propres histoires qui dépassent le cadre de ce livre.

La lutte pour la légitimité

Depuis leur toute première apparition, vers le milieu du dix-neuvième siècle, les produits dérivés, principalement les instruments à terme et les options, ont fait l'objet de longues discussions passionnées sur la question de savoir s'ils étaient des instruments commerciaux et d'échange légitimes ou de simples instruments de jeu de hasard. D'après le juriste Roy Kreitner (2000), « Dans le droit coutumier, il était admis que les transactions concernant la livraison à terme de propriété, notamment des actions et produits pour lesquels les parties ne visaient pas une livraison réelle, mais uniquement un règlement en fonction des différences de prix, soient inexécutables parce qu'ils constituaient de simples paris » (p. 1103). De ce fait, dans bien des cas, les tribunaux n'étaient pas favorables à ces contrats. A propos d'une affaire intervenue en 1888, le tribunal a exprimé son opinion comme suit :

> Nous pensons bien que le fait de s'occuper « d'instruments à terme » ou « d'options », comme on les appelle communément, à régler conformément aux fluctuations du marché est frappé de nullité par le droit coutumier. En effet, c'est une pratique qui, entre autres raisons, va à l'encontre de l'intérêt public. C'est … un crime – un crime contre l'Etat, un crime contre le bien-être social et le bonheur des populations, un crime contre la religion et la moralité et un crime contre l'ensemble des échanges légitimes et des entreprises honnêtes.
>
> Ce genre de jeu est devenu, nettement et avant tout, le pêché national. … paré du manteau de la respectabilité et retranché derrière la fortune et le pouvoir, il ne se soumet à aucune restriction et défie de la même façon les lois de Dieu et des hommes. … Par son intermédiaire, les lois de l'offre et de la demande ont été annulées et le marché est régi par la somme d'argent que ses manipulateurs peuvent apporter pour peser sur lui » (Kreitner 2000, p.1110).

Bien que tous les tribunaux ne fussent pas de cet avis, comme le souligne Kreitner, la tendance générale dans la première moitié du dix-neuvième siècle allait dans ce sens (Swan 2000, p. 219).

Une différence sensible entre un contrat à terme légitime et un pari était la livraison du produit promis. Les tribunaux utilisaient souvent le « test d'intention » pour décider si les parties avaient l'intention de livrer et ainsi la transaction était exécutoire ou si elles avaient l'intention de trancher les différends internes lorsque les transactions étaient un pari (Kreitner 2000 ; Swan 2000, pp. 212, 219).

Il y a eu de nombreuses tentatives visant à amener le Congrès à rendre illégaux les instruments à terme et les options, avec principalement le soutien des agriculteurs et de leurs partisans (Freeman 1993 ; Saber 1999*b*, pp. 201-202 ; Swan 2002, pp. 217, 245 ; Santos 2004). En 1890, un membre du Congrès s'est prononcé contre les produits dérivés :

> Ceux qui s'investissent dans les « options » et les instruments « à terme », ce qui est un simple jeu de hasard, quel que soit le nom le moins choquant utilisé pour designer ces transactions, n'augmentent ni l'offre ni la demande de consommation, ils ne réalisent non plus aucun objectif utile par leur métier, bien au contraire, ils spéculent sur des produits fictifs. Le blé qu'ils achètent et vendent est connu sous le nom de « wind wheat » et sans doute parce qu'il est invisible, intangible et senti et réalisé uniquement dans la force terrible qu'il exerce en détruisant l'industrie agricole du pays. (Teweles et Jones 1987, p. 11.)

Plus récemment, en 1993, le représentant Henry Gonzalez, président de la House Banking Committee, a décrit le commerce des produits dérivés en ces termes : « vous pouvez l'appeler comme vous voulez mais dans mon livre c'est un jeu de hasard » (Steinherr 2000, p. 151).

Plusieurs Etats des Etats-Unis ont, à un moment donné, interdit le commerce des options et des instruments à terme. Selon Santos (2004), la constitution de l'Illinois de 1867 interdisait les opérations à terme, mais cette disposition a été abrogée avant 1869. En 1879, la constitution de la Californie a annulé les instruments à termes, mais la disposition a été abrogée en 1908. Au début des années 1880, le Mississippi, l'Arkansas et le Texas ont voté des lois qui assimilaient la négociation d'instruments à terme au jeu de hasard, faisant ainsi de la négociation d'instruments à terme un délit. Les options sur les produits agricoles ont été interdites dans la plupart des échanges (ibid) et n'ont été officiellement légalisées qu'en 1983 (Freeman 1993). Les tentatives répétées visant à rendre illégaux les instruments à terme ont toutes échoué à l'exception d'une seule : en 1958, le Congrès a voté une loi interdisant la négociation d'instruments à terme concernant les oignons (Teweles et Jones 1987).

Il convient de noter que la légalité des instruments à terme est liée aux échanges organisés. Selon Kreitner (2000), « des personnes physiques ne peuvent créer des contrats exécutoires entre elles concernant les instruments à terme que si elles ont réellement l'intention de livrer le produit » (ftn. 28).

Cette transition légale a apparemment eu une incidence sur les lois de certains pays musulmans au début du siècle dernier. La loi égyptienne a

considéré les instruments à terme comme des paris jusqu'en 1909, date à laquelle la loi a légalisé les instruments négociés dans le cadre des échanges organisés (Al-Dharir [12] ; pp. 619-620). Toutefois, la loi limite cette exception aux échanges organisés, afin que tout contrat à terme établi grâce à des différences de prix en dehors de l'échange soit encore considéré comme nul (ibid).

Le débat économique

Le débat ne s'était pas limité aux organismes législatifs. Des économistes et des investisseurs étaient également concernés. De nombreux économistes pensent que les marchés sont, en principe, efficients et que tout ce que les acteurs du marché décident d'échanger satisferait leurs besoins et donc ceux du public. C'est le point de vue dominant exprimé surtout par des économistes comme Merton Miller et d'autres qui, en général, acceptent l'hypothèse du marché efficient (voir, par ex., la Table Ronde des Economistes Financiers 1994).

Par ailleurs, de nombreux économistes de l'école dominante et investisseurs expriment leurs inquiétudes quant à l'orientation des marchés financiers en général, qui s'étendent naturellement aux produits dérivés en tant qu'instruments de spéculation les plus importants. Keynes (1936) fait partie des premiers économistes qui ont exprimé leur mécontentement eu égard au marché financier qui ressemble au jeu de hasard.

> Les spéculateurs ne peuvent faire aucun mal similaire aux bulles spéculatives sur un flot constant d'entreprises. Cependant la position s'aggrave lorsque l'entreprise devient la bulle sur un tourbillon de spéculation. Lorsque le développement des investissements d'un pays devient le sous-produit des activités d'un casino, le travail risque d'être mal fait. (p. 159)

Environ 70 ans plus tard, le Prix Nobel M. Allais (1993) décrit ces marchés comme « des casinos où l'on organise de gigantesques séances de poker » (p. 35). Tout en reconnaissant la valeur des dispositions déjà prises pour les opérations de couverture, particulièrement en ce qui concerne les produits réels

et les produits de base, Allais conteste la valeur des contrats à terme relatifs aux titres tels que les actions et les obligations (p. 37). En outre, il déclare formellement que « la spéculation sur l'indice du cours des valeurs mobilières doit être éliminée » (ibid).

Dans le monde des affaires, Warren Buffet, l'un des investisseurs les plus prospères et diplômé de l'Université de Columbia, a pris une position ferme contre les produits dérivés. Dans la lettre qu'il a adressée aux actionnaires, il décrit les produits dérivés comme des « bombes à retardement, aussi bien pour ceux qui en font leur affaire que pour le système économique » (p. 13). De plus, Buffet soutient que les produits dérivés peuvent exacerber les risques au niveau de l'entreprise et du marché et que « l'image macro est dangereuse et continue de l'être davantage » (p. 14). En conclusion il déclare : « Toutefois, à notre avis, les dérivés sont des armes financières de destruction massive comportant des dangers qui, tout en étant présentement latents, sont potentiellement mortels » (Buffet 2002, p. 15).

General Electric, l'une des plus grandes sociétés des Etats-Unis, est impliquée dans des activités financières à travers sa filiale, la GE Capital (GECS), qui possède plus d'actifs que la plupart des banques américaines. La position de GE concernant les produits dérivés est résumée dans son rapport annuel de 2001 : « Par mesure administrative, ni GE, ni GECS ne participent aux échanges de produits dérivés, à la tenue du marché des produits dérivés ou à d'autres activités spéculatives » (citation tirée de Partnoy, 2003, p. 380).

Les produits dérivés et le risque

Les défenseurs des produits dérivés soutiennent que ces instruments peuvent répartir de façon efficiente les risques entre les différentes parties concernées de telle sorte que les agents deviennent plus productifs et l'économie plus prospère. L'exemple classique cité est celui d'un producteur (de matières premières agricoles ou de produits énergétiques) qui n'est pas certain des prix futurs. Il peut parer à cette incertitude en utilisant des instruments à terme, ainsi la production réelle ne pourra pas être entravée par l'incertitude. La contrepartie à ce contrat serait quelqu'un capable de prendre des risques de prix, et celui-ci c'est le spéculateur. Ainsi, pour chaque opérateur en couverture il y a un spéculateur. Ce transfert de risque des opérateurs de couverture (véritables producteurs) aux spéculateurs est sensé améliorer

l'efficience et la productivité de l'économie. En d'autres termes, les produits dérivés gèrent les risques mais ne les créent pas (Spence 1997).

Cependant, les critiques indiquent des aspects que ce raisonnement ne prend pas en compte :

La volonté contre la capacité de prendre des risques

L'un des aspects est que les risques ne peuvent être négociés et « séparés » que s'ils sont détachés de l'activité sous-jacente. Cette séparation soulève la question de la capacité du négociateur à gérer ces risques. Par exemple, les swaps sur défaillance permettent à la banque de transférer le risque de défaillance des emprunteurs à d'autres parties comme les compagnies d'assurance. Cependant, les banques, de par leur conception, sont plus aptes à contrôler les emprunteurs et n'ont accès qu'aux données connexes nécessaires. Les compagnies d'assurance sont moins aptes à gérer ces prêts et à en assumer ainsi les risques (Partnoy 2003, pp. 380-381). Cette situation est renforcée par la preuve manifeste des asymétries qui prévalent au niveau de l'information et d'autres imperfections du marché financier.

Ces asymétries rendent coûteux aux tierces parties l'exercice des mêmes fonctions que celles des détenteurs d'actifs originaux et, ainsi, l'exécution et l'établissement des prix pourraient être considérablement dénaturés. La séparation des risques repose donc sur l'idée de marchés parfaits et d'informations totales et symétriques que la théorie de l'information moderne a montrée comme étant pratiquement incompatible avec la réalité. En 2001, George Akerlof, Michael Spence et Joseph Stiglitz ont obtenu le prix Nobel en reconnaissance de leurs travaux sur l'économie de l'information. Dans son allocution à la réception du prix Nobel, Stiglitz (2001) explique comment son expérience directe était incompatible avec les modèles économiques qu'on lui avait enseignés il y a 40 ans. Les recherches qu'il a menées ultérieurement ainsi que celles de nombreux économistes de renom ont montré comment l'information influe sur le comportement des agents et affecte ainsi considérablement l'équilibre du marché. En conséquence, l'idée selon laquelle le risque peut être négocié séparément est absolument incompatible avec la preuve irréfutable que cela ne peut pas produire des résultats probants. Les prêteurs sont plus aptes à contrôler leurs emprunteurs et à minimiser ainsi leurs risques. Une fois cette relation spécifique est rompue, les risques ont des chances de se développer plutôt que d'être contrôlées.

Les marchés des produits dérivés permettent le transfert des risques à ceux qui sont le plus *disposés* à les assumer, mais pas nécessairement à ceux qui sont plus aptes à les gérer. Greenspan (2002) indique implicitement la différence : « Le développement de nos paradigmes en vue de contenir les risques a mis l'accent sur la dispersion des risques au niveau de ceux qui sont *disposés* et *vraisemblablement* aptes à les assumer » (c'est nous qui soulignons). Toutefois, cette présomption n'est pas nécessairement justifiée dans la mesure où ces deux concepts sont indépendants. Il existe certainement de nombreux spéculateurs disposés à prendre des risques mais qui sont moins aptes à les assumer. C'est particulièrement le cas des agents à valeur nette faible et à liquidité limitée qui pourraient être plus disposés à prendre des risques s'ils sont payés d'avance, même s'ils sont moins aptes à assumer de tels risques. Certains d'entre eux ont obtenu les liquidités nécessaires mais ont moins à perdre s'ils échouent. Il s'agit là du problème classique d'anti sélection qui se pose par rapport aux imperfections et informations asymétriques. En conséquence, le système pourrait finir par assigner des risques à des personnes moins aptes à les assumer mais qui sont disposées à les prendre. Comme on l'indiquera plus tard, ceci pourrait en fait être le cas.

La marchandisation du Risque

Les produits dérivés dissocient le risque de l'activité économique réelle et le font négocier séparément, faisant ainsi du risque un « produit » (Steinherr 2000, p. 101). Dans la mesure où le risque en tant que tel n'est pas souhaitable – il est en fait, nuisible – il devient, tout comme le déchet toxique, un « mauvais » et non un « bon » produit. Du point de vue social, le risque devrait être minimisé et non encouragé. Cependant, le fait de créer un marché pour le risque pose le problème de savoir si ce marché va réduire le risque ou va le multiplier. Etant donné que les acteurs du marché cherchent le profit, certains acteurs, particulièrement les spéculateurs, seront dans une situation plus avantageuse si le marché se développe davantage. La spéculation par le biais des produits dérivés est alimentée par un marché du risque en expansion, alors que les producteurs et les consommateurs sont dans une situation plus avantageuse si les risques sont minimisés. La tension qui existe entre les deux reflète la nature à somme nulle des produits dérivés. La marchandisation du risque est donc susceptible de multiplier et de faire proliférer le risque, engendrant ainsi une économie moins stable et à risques accrus. En outre, tout comme le déchet

toxique, qui pourrait fréquemment finir par être enfoui dans les pays pauvres et moins développés, le risque pourrait également finir par être assumé et subi par les pays pauvres et moins développés, les crises asiatiques et de l'Amérique Latine étant des exemples patents. La même chose s'applique en ce qui concerne les individus d'un pays donné, lorsque les gens ordinaires et les contribuables finissent par payer les coûts réels de la spéculation (par ex. Steinherr 2000, p. 91). Ainsi la marchandisation des risques les fait non seulement proliférer, mais encore se répartir de façon disproportionnée.

Les risques artificiels

Les produits dérivés permettent la séparation et le réaménagement des risques de la manière que les acteurs jugent convenable, selon leurs préférences. Cependant, ces aménagements signifient que ces instruments se retrouvent avec des structures de récompense du risque qui sont tout à fait différentes de celles des actifs réels sous-jacents (Tumpel-Gugerell 2003). Cette production de profils de risques artificiels crée des opportunités d'arbitrage indépendantes des opportunités réelles, ce qui permet à la spéculation pure de tirer profit de ces structures artificielles. Ainsi, comme le souligne, à juste titre, Tumpel-Gugerell (2003), il a été donné aux acteurs qui les ont souvent saisies, des opportunités de fonctions purement spéculatives qui ne sont ni liées à, ni offertes par l'économie réelle. En d'autres termes, les structures de risques artificiels créent des opportunités d'arbitrage artificiel qui peuvent être exploitées par la spéculation pure, indépendamment des activités économiques réelles. La spéculation pure, à son tour, fausse le prix des actifs, entraînant ainsi des impacts négatifs sur les opportunités réelles d'investissement. En conséquence, le capital consacré à cette spéculation s'expose à des risques sans rapport avec l'économie réelle. Non seulement ces risques se reflètent à nouveau sur l'économie, mais encore ils faussent le prix des actifs, entraînant ainsi des impacts négatifs sur les opportunités réelles d'investissement.

La séparation des risques

Les produits dérivés de par leur conception séparent le risque de la propriété et donc des activités réelles, tel que traité ci-dessus. Une fois le risque séparé du secteur réel, il n'y existe plus de limite entre les différents risques sur lesquels les négociateurs peuvent parier, que ce soit l'évaluation de sociétés choisies, la réalisation d'une certaine prise de contrôle, le temps qu'il fait à New

York city, ou tout autre risque imaginable (par ex. Buffet 2002). De plus, un produit dérivé pourrait être extrait d'un autre produit dérivé, non un actif réel. Ainsi, il existe des options sur les instruments à terme, des instruments à terme sur les options, des options sur les options (Saber 1999*b*, p. 122), etc. Et tous ces produits dérivés composés pourraient reposer sur les indices ou sur l'instabilité du marché où il n'existe aucune sorte de propriété, quelle qu'elle soit. Cela montre comment les produits dérivés s'écartent des activités réelles lorsque qu'ils sont séparés les uns des autres. En conséquence, leur taille et leur croissance évoluent indépendamment du secteur réel. Etant donné que l'économie réelle est naturellement plus complexe et subit davantage de contraintes que le monde abstrait du risque, les marchés des produits dérivés se développent à un rythme plus accéléré que celui des actifs (LiPuma et Lee 2005; Chorafas 2003, p. 144).

Etant donné l'importance des ressources réelles consacrées à ce marché énorme, les produits dérivés exposent des ressources réelles à des risques qui auraient pu être évités dès le départ. De ce point de vue, les produits dérivés rendent l'économie plus risquée. Comme le souligne Lawrence Summers (1989): « la libéralisation des marchés financiers en vue de poursuivre leurs instincts de casino augmente les chances de crises. … parce que, contrairement au casino, les marchés financiers sont intimement liés au monde extérieur, l'économie réelle en paie le prix » (al-Yousef 2005, p. 83).

Le risque et le temps

La séparation du risque est semblable, à plusieurs égards, à la séparation du temps des transactions réelles. Le temps et le risque sont étroitement liés et constituent en fait les deux faces dune même pièce de monnaie (Bernstein 1996, p. 15). La séparation du risque mène par la suite à des risques plus importants et à des coûts de gestion du risque plus élevés, comme discuté plus haut. Il se produit la même chose lorsque le temps est dissocié des transactions réelles par des prêts basés sur l'intérêt. Cela entraîne des niveaux de dette accrus et par conséquent des coûts de financement plus élevés à travers des coûts des services de la dette plus élevés.

De même que l'intérêt s'accumule et s'ajoute aux dettes antérieures menant ainsi à une divergence énorme de la finance par rapport aux activités réelles, les produits dérivés se composent et se multiplient de la même façon encore davantage à partir de l'activité réelle. Et tout comme l'intérêt composé

coûte à l'économie beaucoup plus que les coûts des finances réelles, les produits dérivés coûtent à l'économie beaucoup plus que les coûts des risques réels. Comme il fallait s'y attendre, la dette basée sur l'intérêt a été considérée comme un facteur important dans la facilitation de la spéculation et contribue ainsi aux crises financières (Chapra 2004).

La répartition des marchés

L'argument selon lequel la séparation du risque augmente la spéculation est appuyé par des données sur la répartition des acteurs du marché. Le nombre des spéculateurs des marchés des produits dérivés dépasse de loin celui des opérateurs en couverture. Les données montrent également que les marchés des produits dérivés sont très concentrés dans quelques grandes banques où se déroulent la plupart des transactions.

Selon l'Office of Comptroller of the Currency (OCC), seules cinq banques commerciales accaparent 96% de la somme totale nationale des produits dérivés du système bancaire commercial des Etats-Unis. En outre, 2,7% seulement de l'ensemble des produits dérivés sont utilisés par les utilisateurs finaux, à savoir les sociétés qui sont sensées couvrir leurs risques, alors que les 97,3% restants sont utilisés par des courtiers (OCC 2005). Selon la Bundesbank (2003), « moins de 10% des transactions de l'OTC concernant les produits dérivés sont menées avec des clients en dehors du secteur financier » (p. 37). Cela montre que les utilisateurs finaux et donc les opérateurs en couverture sont des minorités dans le marché des produits dérivés. Les spéculateurs dominent le marché.

En outre, selon le Group of Thirty (1997), ces institutions qui dominent le marché ont tendance à ne pas se contenter d'être des institutions de contreparties les unes pour les autres, mais à effectuer des transactions extensives avec bon nombre des mêmes clients et à être membres des mêmes chambres de compensation et d'échanges. Selon Tumpel-Gugerell (2003) :

> Cela se traduit par la redistribution, au hasard, d'une grande quantité de richesses à somme nulle, qui touche toutes les catégories de participants au marché, y compris ceux dont l'objectif était d'investir dans l'économie réelle.

De plus, la concentration des risques contribue à l'instabilité économique. En effet, si l'une de ces grandes institutions se trouve en difficulté, l'effet de contagion serait plus grave et d'une grande portée (Steinherr 2000, pp. 190-193 ; Tickell 2000, p. 91). Le résultat final est donc que les marchés des produits dérivés augmentent les risques au lieu de les réduire, renforçant ainsi l'instabilité du marché au lieu de la réduire.

La Loi des grands nombres

L'on peut soutenir que le grand nombre de spéculateurs permet de diversifier et de neutraliser les risques qu'ils assument et qu'il aide ainsi à fournir des liquidités au marché. Cette affirmation pourrait s'avérer exacte aussi longtemps que ces risques sont indépendants comme l'exige la Loi des grands nombres. Mais si ce n'est pas le cas, les risques pourraient s'aggraver. Le Prix Nobel, Kenneth Arrow (1971) souligne la spécialisation des spéculateurs pour assumer les risques. Il explique :

> Cette spécialisation est un gain social, du fait que, selon la Loi des grands nombres, les spéculateurs ont normalement une plus grande connaissance des incertitudes que la moyenne des individus. Cependant, si les prévisions des spéculateurs ont tendance à être interdépendantes, cette loi qui repose sur l'indépendance de l'ensemble des évènements aléatoires peut s'avérer inopérante et *la situation peut, en fait être pire que s'il n'y avait pas de spéculation.* (p. 24, c'est nous qui soulignons)

On ne peut pas s'appuyer uniquement sur la théorie pour établir l'indépendance ou l'interconnexion des risques. Seule l'histoire peut donner des éléments de réponse. Les observateurs conviennent généralement que les marchés internationaux deviennent de plus en plus interconnectés. La crise asiatique de 1997 et la crise russe de 1998 ont eu un impact notable sur les marchés occidentaux. Les produits dérivés, de par leur conception, ont tendance à crée, d'une manière sans cesse imprévisible, une interdépendance entre les marchés (Steinherr 2000, p. 158 ; Tickell 2000, p. 90). L'effondrement du « Long Term Capital Management » (Gestion à long terme de capitaux)

montre clairement comment les marchés peuvent soudain se déplacer en bloc loin de toute « convergence » (Lowenstein 2000, p. 144 ; Partnoy 2003, p. 259).

En conséquence, les risques des marchés des produits dérivés ne peuvent pas être considérés comme indépendants. Cette affirmation est confirmée par « l'esprit grégaire », c.-à-d. que les investisseurs s'inspirent les uns des autres dans le marché. Ce comportement provient d'une variété de facteurs psychologiques et informationnels et entraîne le gonflement des prix et les faillites qui ne peuvent pas être pris en compte par les règles de base (Shiller 2000 ; Sornette 2003). En conséquence, le comportement des spéculateurs ne peut pas être totalement indépendant et les opportunités de mouvements simultanés sont très probables. Cette situation est inquiétante du fait que les spéculateurs finissent par exacerber les risques du marché plutôt que de les réduire, comme l'a souligné Arrow.

Le risque systémique

Les défenseurs des produits dérivés soutiennent l'idée que ces derniers ne peuvent pas rendre l'économie plus risquée dans la mesure où ce sont des échanges à somme nulle, comme mentionné plus haut. Cela suppose que les pertes subies par l'une des parties correspondent essentiellement aux gains de l'autre. Il ne peut pas y avoir de perte nette et de ce fait les produits dérivés ne peuvent pas mettre le système dans une situation pire. (Slutz 2004).

Les détracteurs, par contre, soutiennent que cet argument ne tient pas compte de la manière dont les transactions à somme nulle affectent l'ensemble des agrégats. Les activités économiques, particulièrement s'ils sont à levier financier, créent une toile de relations financières au sein des acteurs du marché. Ces relations rapprochent les agents de telle sorte que l'échec de l'un d'entre eux serait susceptible d'affecter de nombreux autres agents, en plus de ceux qui ont un contact immédiat. Ces liens rendent le marché plus efficace mais en même temps plus vulnérable aux chocs extérieurs.

Les activités à somme positive créent naturellement des richesses supplémentaires qui équilibreraient les risques additionnels créés par l'interconnexion des agents. Dans des circonstances normales, les richesses supplémentaires pourraient bien faire plus que contrebalancer les risques supplémentaires. En conséquence, l'économie devient plus efficiente et plus stable.

En revanche, un marché de transactions à somme nulle, de par sa conception ne crée pas des richesses supplémentaires pour équilibrer les risques supplémentaires créés par l'interconnexion des agents. Le système crée des risques sans générer des richesses pour les équilibrer. Ce qui démarre comme somme nulle au niveau micro finit par être une somme négative au niveau macro. (Plus de détails sur le risque et la structure à somme nulle dans la section V).

Ces arguments concernant les risques systémiques des produits dérivés sont soutenus par les réalités des marchés. Lorsque le fonds du Long Term Capital Management (LCTM) était au bord de l'effondrement en 1998, avec des actifs de plus de 100 milliards de Dollars et plus de 1 trillion de Dollars en produits dérivés, la Réserve Fédérale a dû intervenir pour empêcher une crise financière éventuelle. Selon les autorités de la Réserve Fédérale, la faillite aurait pu déclencher la « crise financière la plus grave en un demi siècle et la liquidation soudaine du fonds dans les marchés déjà instables aurait pu également causer, à travers le monde, d'autres bouleversements financiers qui auraient pu compromettre les économies de nombreux pays, notamment celle des Etats-Unis» (Partnoy 2003, p. 261). Cela montre clairement comment les produits dérivés peuvent compromettre des économies entières aussi importantes que celles des Etats-Unis.

Les produits dérivés pourraient donc bien rendre les économies plus volatiles et plus instables. Selon Bernstein (1996), en dépit des outils ingénieux créés pour gérer les risques, « les volatilités semblent proliférer au lieu de diminuer » (p. 329). Les données présentées dans la dernière section montrent de manière évidente que les marchés deviennent de plus en plus instables. Ceci montre au contraire que, dans l'ensemble, la contribution des produits dérivés à la stabilité est discutable. Alfred Steinherr (2000), Directeur général de la Banque Européenne d'Investissement va encore plus loin :

> Des antécédents financiers récents prouvent largement que la croissance des marchés des produits dérivés a exacerbé encore davantage les crises financières et la croissance rapide et l'utilisation généralisée des produits dérivés a augmenté le risque de perturbation financière (p.177).

Les deux aspects des produits dérivés

Il est important de noter qu'un produit dérivé peut être utilisé aussi bien pour la couverture que pour la spéculation. L'intention n'impose aucune différence structurelle à l'instrument utilisé. En conséquence, une société qui utilise un produit dérivé pour la couverture pourrait finir par spéculer, dans la mesure où la nature de l'instrument est identique pour toutes les utilisations (Saber 1999*a*, p. 111). Kenneth Arrow (2003) note que « produits dérivés et les valeurs mobilières qui proposent des méthodes de réduction des risques ne sont pas nécessairement utilisés à cette fin. Ils sont neutres et peuvent être utilisés pour réduire les risques, mais les gens misent sur eux. » Il ajoute : « Cela signifie que les spéculateurs augmentent le mouvement au lieu de le réduire. » Tumpel-Gugerell (2003) note également : « qu'il est impossible de faire la différence entre les situations de spéculation qui sont essentiellement des paris et des situations qui sont déclenchées par le processus d'allocation de ressources de l'économie réelle. »

En conséquence, la négociation du risque peut détourner les sociétés de leurs activités réelles vers la pure spéculation, exposant ainsi le capital réel à d'importants risques sans aucun rapport avec leurs activités normales. Ceci est arrivé à une longue liste de sociétés (voir par ex. Bernstein 1996 et Partnoy 2003). Comme le soulignent certains auteurs, « Il semble que la plupart des agriculteurs commencent à spéculer sur environ deux années d'opérations de couverture » (Chance 2003). Les motivations pour gagner de l'argent sont tellement plus fortes que plus de 97% des produits dérivés sont utilisés pour la spéculation. Dans ce sens, les produits dérivés ne sont pas vraiment neutres.

Les limites de la protection des produits dérivés

On devrait noter que les produits dérivés ne sont pas sans risque. Ce sont des obligations et, comme toutes les obligations, ils comportent leurs propres risques : risque de contrepartie, risque opérationnel, risque juridique, etc. (par ex. Banques 2004).

En outre, les contrats des produits dérivés incluent généralement une clause de force majeure qui permet aux parties au contrat de le résilier sans performance si un évènement ayant un effet persuasif sur les marchés se produit (Steinherr 2000, pp. 181, 89). Apparemment, cela explique pourquoi les contrats de couverture n'ont pas aidé lorsque la Russie a dévalué son rouble et déclaré un moratoire sur sa dette du trésor dénommée rouble en 1998. Les

investisseurs ont subi de grosses pertes en dépit de leurs contrats de couverture contre le rouble. La crise a crée une « ruée vers la qualité » dans la mesure où les instruments traditionnels de couverture n'ont pas aidé, ce qui a par la suite entraîné l'effondrement du fonds du 'Long Term Capital Management' qui menaçait le système financier mondial (Lowenstein 2000). Selon Steinherr (2000), « les couvertures peuvent s'évaporer en cas de grave désorganisation du marché » (p. 199).

Les produits dérivés peuvent être utilisés pour couvrir les risques spécifiques, mais il est rarement possible de couvrir tous les risques. Selon Allan Kessler, Vice-président de J.P. Morgan du change, « Il n'existe pas sur terre de compagnie ayant un programme de couverture à 100% » (Sparks 2000). Le cas de la filiale américaine de Metallgessellschaft (MGRM) en est un exemple. Le programme à long terme de MGRM, bien qu'il serve de manuel pour un modèle de couverture, a fait subir de grosses pertes à la société, obligeant son conseil de liquider et de fermer tous ses postes. Bien que la décision ait été controversée, il était évident qu'une stratégie de couverture ne pouvait pas être parfaite et MGRM n'était pas en mesure de couvrir tous les risques (Steinherr 2000, p. 68).

Dans la mesure où les produits dérivés sont réévalués à chaque arrêté comptable, les pertes et les gains sur les produits dérivés doivent être réglés en espèces tous les jours alors que la valeur globale de la couverture apparaît seulement à échéance. Cela signifie que pour qu'une couverture soit efficace, l'agent doit être capable de supporter des pertes à court terme pour une longue période (ibid). Si l'agent ne dispose pas d'assez de fonds, la couverture échoue. C'était également une explication de la faillite du LTCM dont le fonds était incapable de supporter des pertes à court terme parce qu'il n'y avait pas assez de liquidités (Lowenstein 2000).

Les produits dérivés sont conçus pour traiter uniquement les risques connus proches des performances et comportements antérieurs. Comme le souligne Steinherr (2000), « les évènements éventuels les plus importants et généralement rares sont très probablement susceptibles d'être totalement imprévus aujourd'hui. Il n'existe donc pas de couverture pour eux » (p. 104). Avec la clause de force majeure, la couverture des produits dérivés semble être comme un parapluie qui fonctionne bien lorsque qu'il fait beau, mais qui ne fonctionne pas lorsqu'il pleut.

Nous verrons plus loin que d'autres stratégies de couverture proposent une meilleure conception et des coûts plus faibles que ceux des produits dérivés.

Qui supporte le risque en fin de compte ?

Comme le fait remarquer Greenspan (2003), les produits dérivés de par leur nature, connaissent un fort degré d'endettement. Ce dernier rend le système financier très vulnérable. Greenspan précise que la gestion des risques d'un tel système « ne relèvera pas uniquement de la compétence du secteur privé. » Il explique :

> L'endettement entraîne toujours la faible possibilité d'une chaîne de réactions, avec une suite en cascade de manquements qui aboutirait à une implosion financière si l'on ne la maîtrise pas. Seule une banque centrale, avec son pouvoir illimité de créer de la monnaie, peut avec une forte probabilité contrecarrer un tel processus avant qu'il ne devienne nuisible.

Il souligne ainsi que le poids du risque d'effets extrêmes sera « réparti entre les secteurs public et privé.» Autrement dit, ce sont les gouvernements qui supporteront finalement les risques des spéculateurs. Selon Stiglitz (2002), les spéculateurs ne gagnent pas de l'argent les uns sur les autres dans la mesure où il s'agit d'une activité très risquée qui en moyenne est à rendement nul. « Ce qui fait de la spéculation une activité lucrative c'est l'argent qui vient des gouvernements » (p. 198). Greenspan reconnaît les conséquences négatives d'une telle intervention, surtout le risque moral qui pourrait rendre le système encore plus risqué (Lowenstein 2000, p. 230).

La répartition des risques des produits dérivés qui en résulte entre les secteurs public et privé est, à juste titre, décrite comme un système où « les profits sont privatisés et les pertes nationalisées » (Stiglitz, 2002 p. 209 ; Chorafas 2003, p. 135). Le système récompense les spéculateurs et sanctionne les individus et entreprises qui étaient sensés transférer leurs risques à ces mêmes spéculateurs. Au lieu de faire assumer les risques des gens ordinaires (opérateurs de couverture) par les spéculateurs, le système fait supporter finalement les plus gros risques des spéculateurs par les opérateurs de couverture. Steinherr (2000, p. 120) semble indiquer les coûts des produits dérivés et ceux qui les paient en fait :

> Aussi bien pour l'individu que pour la société, rien n'est gratuit. En effet, les produits dérivés constituent une grande promotion sociale. Le coût devient très instable, les crises plus fréquentes et plus brutales, et moins de possibilités d'intervention du gouvernement. Un prix qui vaut probablement la peine d'être payé, mais qui reste encore assez élevé. Les principaux gagnants sont ceux qui vendent des produits dérivés et de nombreux utilisateurs. Ceux qui paient [le prix] sont tous les acteurs du marché affectés par un krach.

Les gagnants et les perdants des produits dérivés

Souvenons-nous qu'un produit dérivé est un échange à somme nulle et que pour chaque contrat il y a un gagnant et un perdant. De nombreuses études ont été menées sur certains produits dérivés concernant le nombre de gagnants et de perdants, particulièrement chez les utilisateurs finaux.

Une étude antérieure a été menée par Hieronymus (1977) qui a examiné 462 comptes spéculatifs d'une importante maison de courtage sur les instruments à terme. Concernant les courtiers les moins réguliers (débutants), ils ont perdu 92% du temps. Chez les courtiers d'instruments à terme, il trouve que 41% faisaient des bénéfices, alors que 59% ont perdu. Globalement, le marché a montré sa nature à somme nulle, dans la mesure où les profits nets pour tout le groupe avoisinaient zéro.

Teweles et Jones (1987) analysent plusieurs études ayant des résultats similaires, et présentent leur propre étude. Ils ont examiné environ 4600 comptes d'une grande maison de courtage pendant 10 ans à compter de 1962. Les résultats « confirment que la chance moyenne qu'un négociant fasse des profits nets dans une année donnée sera de un sur quatre » (p. 319). Pour faire des profits de façon constante sur plusieurs années, la chance baisse de manière considérable. Les auteurs estiment que sur les 25% qui ont gagné au cours d'une année donnée, seul 2% peuvent gagner de façon constante (p. 320).

Si l'on considère les options au niveau mondial, Summa en 2003 examine les dossiers de la Chicago Mercantile Exchange (CME). L'étude examine les options venant à échéance et les options levées concernant la période 1997-1999. Les résultats montrent que 76% des options qui devaient arriver à

expiration au niveau du CME ont expiré sans valeur (sans argent). L'auteur conclut : « les vendeurs d'option avaient une meilleure cote que les acheteurs d'option pour les positions occupées jusqu'à expiration.»

Ces résultats montrent que la majorité des négociants d'options et de contrats à terme sont appelés à perdre, ce qui ajoute une autre dimension au risque dans les produits dérivés, au-delà de ceux discutés précédemment.

Le dilemme du risque

La discussion ci-dessus ne dénie aucune valeur aux produits dérivés. Après tout, le Coran cite des avantages du *Maysir* ou jeu de hasard : « Ils t'interrogent sur le vin et le *Maysir* (jeu de hasard). Dis : « Dans les deux, il y a un grand péché et quelques avantages pour les gens ; mais dans les deux, le péché est plus grand que l'utilité » (2 : 219).

Les produits dérivés permettent d'acquérir des valeurs par la gestion et la répartition des risques. Cependant, ils constituent également des outils parfaits pour le jeu de hasard et pourraient fausser les motivations de manière à aller à l'encontre du but recherché. Comme souligné par Arrow (2003), les produits dérivés peuvent être utilisés aussi bien pour réduire que pour aggraver les risques. Les produits dérivés rendent difficile la distinction entre les opérations de couverture et le jeu de hasard. La question qui se pose est alors celle de savoir comment bénéficier des avantages de la couverture tout en évitant la spéculation nuisible? Cette question n'est toujours pas résolue, même si les produits dérivés sont largement utilisés.

Comme discuté précédemment, les instruments à terme et les options ont, il y a un siècle, fait l'objet d'un examen par rapport au droit coutumier. Aujourd'hui, ils font partie de la vie économique quotidienne. Selon Kreitner (2000), cette transition n'était pas réalisée en modifiant le droit coutumier ou par la découverte d'une formule visant à différencier la prise de risque légitime de la spéculation illégale. Voilà ce qui s'est passé : « la question a été finalement avalée et intériorisée, comme si le problème était résolu. Cependant, aucune formule analytique ne pouvait distinguer le jeu de la répartition du risque » et le droit en matière de contrat « a cessé d'inquiéter et a appris à aimer le risque » (p. 1096).

Le même dilemme se pose dans l'arène économique. La différence entre l'arbitrage qui améliore l'efficacité du marché et le jeu qui détruit les indicateurs de base du marché a fait et fait encore l'objet d'un long débat. Bien qu'il soit

facile d'être d'accord sur les deux extrêmes, aucune « formule analytique » n'est élaborée pour les éliminer de ces nombreuses situations mixtes intermédiaires.

En outre, les économistes sont tout à fait conscients des deux comportements humains incompatibles : l'Assurance et le jeu de hasard. Les gens souscrivent à une assurance pour éviter le risque mais s'adonnent au jeu et prennent ainsi volontairement des risques. Il y a eu plusieurs tentatives de résolution de ce conflit (par ex. Arrow 1971, pp. 22, 29 ; Shapira 1995, p. 11), mais apparemment le conflit n'est pas encore réglé. Cette situation semble encore montrer les deux extrêmes du risque. L'homme a une préférence pour la prise de risque mais également pour les techniques lui permettant d'éviter ce risque. La question de savoir comment faire la différence entre la prise de risque voulue et l'exposition au risque redouté constitue un problème sempiternel. Les sections ci-après explorent l'approche islamique visant à trouver un moyen de sortir de ce dilemme.

IV

L'APPROCHE ISLAMIQUE

Il y a plus de 670 ans, Ibn Taymiah (728H – 1328G) a écrit ce qui suit :

> Il existe deux catégories de risques : le risque commercial, lorsque l'on achète un produit pour le vendre à profit et s'en référer à Allah. Ce risque est nécessaire pour les commerçants ; Il est possible de subir des pertes de temps à autre, mais c'est la nature du commerce.
>
> L'autre type de risque concerne le jeu de hasard qui implique l'accaparement de richesse (اكل المال بالباطل). C'est ce qu'Allah et son Messager (paix et salut sur Lui) ont interdit. ([2] ; pp. 700-701.)

Cette phrase montre que les auteurs musulmans étaient conscients de la dualité du risque. Bien qu'il puisse être difficile dans certains cas de faire la différence entre les deux aspects, le cadre global est néanmoins précis. La déclaration susvisée montre qu'il existe deux types de risques :

1. Le risque lié aux transactions économiques normales, c.-à-d. aux activités à valeur ajoutée et créatrices de richesses.
2. Le risque lié à la « consommation de richesses pour rien », ou aux activités à somme nulle, lorsqu'aucune richesse supplémentaire nette n'est créée.

Dans cette section, nous allons aborder le premier type de risque et réserver le second pour la prochaine section.

Le risque dans l'économie islamique

Si nous définissons le risque comme une possibilité de perte, il devient évident, d'un point de vue islamique, que le risque en tant que tel n'est pas

souhaitable. Les principes islamiques recommandent de façon claire la conservation et le développement des richesses. Le fait d'exposer des richesses à la perte ne peut pas être en soit un objectif. En effet, Al-Qarafi a déclaré sans équivoque que le Daman, c'est à dire la protection des biens, est souhaitable pour les agents rationnels (citation tirée de Al-Suwailem [10]).

La même position est adoptée par rapport aux difficultés (مشقة). Bien que de nombreux actes islamiques concernent les difficultés de toutes sortes, ces dernières ne sont pas souhaitables. D'après Ibn Taymiah ([4] ; pp. 10 : 620-622):

> La récompense des actes se fonde sur leur utilité et non sur leurs difficultés. Une bonne action pourrait être difficile mais, sa bonté se justifie par des raisons autres que ses difficultés. La récompense peut être plus importante, non pas parce que les difficultés constituent l'objectif visé dans l'acte, mais parce que l'acte implique des difficultés.

En d'autres termes, la difficulté est secondaire dans la détermination de la valeur de l'acte. Son utilité en est le principal facteur. En conséquence, la valeur reflèterait ses difficultés mais seulement s'il s'avère utile.

Les mêmes raisonnements sont valables pour le risque dans la mesure où il s'agit d'une forme de difficulté. Le risque en tant que tel n'est pas souhaitable, bien qu'il soit inhérent à la presque totalité des activités économiques. Cependant, la valeur d'une décision économique n'est pas déterminée *essentiellement* à cause du risque qu'elle comporte, mais en fonction des richesses qu'elle crée et de la valeur qu'elle ajoute. Le risque se reflète en conséquence sur la valeur ajoutée, mais ce risque à lui seul ne détermine pas cette valeur.

Les éloges entraînés par une prise de risque sont chaque fois justifiés par la valeur ajoutée et les richesses créées par la suite et non pas parce que le risque en tant que tel est souhaitable. C'est la différence fondamentale entre le risque légitime et le risque indésirable : le risque est légitime lorsqu'il est nécessaire pour créer des valeurs. Cependant, lorsqu'aucune valeur n'est ajoutée, il représente une forme de jeu de hasard.

La couverture de risque

La couverture est généralement utilisée pour signifier la neutralisation et la limitation du risque. A cet égard, elle fait naturellement partie des objectifs de l'économie islamique. En tant que telle, ce n'est pas une question à poser et ne devrait pas susciter d'inquiétudes. Toutefois la question qui se pose est de savoir comment atteindre cet objectif et quels sont les moyens à utiliser pour y parvenir. Si les moyens englobent des activités comme la pure spéculation et le jeu de hasard, ce sera illégitime, même si l'objectif visé est louable. La fin ne justifie pas les moyens (Ibn Al-Qayyim [6]), et la fin noble nécessite des moyens nobles. Obaidullah (2005) note avec juste raison : « la fourniture de facilité de couverture est loin d'être une raison suffisante pour tolérer le Q*im r* et le *Maysir*. La Charia ne désapprouve pas l'opération de couverture dans la mesure où elle introduit une certaine M*aslaha*. C'est la nature de la somme nulle du jeu que la Charia trouve inacceptable étant donné qu'elle comporte (des racines de désaccord social et de discorde) les racines du manque d'harmonie et des dissensions sociales » (p. 176).

La réalisation d'une couverture légitime sans *Maysir* est donc un défi auquel sont confrontées aussi bien la finance islamique que la finance conventionnelle. L'objectif de ce travail est d'explorer et de mettre l'accent sur les caractéristiques essentielles de l'approche islamique par lesquelles des moyens légitimes peuvent être développés en vue d'atteindre cet objectif primordial.

Le risque tolérable

Les érudits musulmans ont examiné les conditions dans lesquelles le risque peut être toléré et celles dans lesquelles il ne peut pas l'être. Ils notent qu'en général le risque est tolérable s'il satisfait les conditions suivantes :

1. il est inévitable ;
2. il est insignifiant ;
3. il est involontaire.

(Cf. Al-Dharir [12], pp. 587-612 et Hassan [7], pp. 464-469).

La première condition suppose que le même niveau de valeur ajoutée de l'activité concernée soit irréalisable sans assumer le risque de perte ou de faillite.

La deuxième condition concerne le degré du risque. Elle stipule que la probabilité de faillite doit être assez faible. Les érudits ont clairement exprimé

que la probabilité de faillite devrait être moindre que celle de réussite pour que le risque concerné soit acceptable (al-Dharir, *op.* cit.). Nous verrons plus loin comment cette condition différencie l'approche islamique de l'approche conventionnelle néoclassique.

La troisième condition fait suite aux deux premières. L'objectif d'une activité économique normale est la valeur qu'elle crée et non le risque qu'elle nécessite. Ce risque ne peut donc pas être la partie visée de la transaction.

Le caractère inévitable du risque

La condition qui rend le risque inévitable implique que ce risque soit inséparable des transactions réelles à valeur ajoutée. Comme nous l'avons vu dans la dernière section, le fait de séparer le risque des transactions réelles crée encore plus de risques et rend l'économie très fluctuante.

Du point de vue de la *Charia*, l'échange de passifs nets contre un prix donné (معاوضة على الضمان) est unanimement interdit (al-Suwailem 1999). Ce point de vue est conforme à la tendance générale de la finance islamique à toujours établir un lien avec les transactions réelles. Etant donné que, par interprétation, les produits dérivés dissocient le risque de la propriété et donc des activités réelles, ils sont en opposition directe avec les principes de la *Charia*. Comme il fallait s'y attendre, de nombreux conseillers en *Fiqh* ont décidé que les options et les contrats à terme normalisés sont inacceptables du point de vue de la Charia (par exemple le Conseil du *Fiqh* de l'OCI [14]).

Du point de vue économique, le risque est nécessaire au progrès économique et à la création de richesses. Si l'on en croit Alan Greenspan :

> La volonté de prendre un risque est essentielle à la croissance d'une économie de marché. Si tous les épargnants et leurs intermédiaires financiers n'investissaient que dans des actifs sans risque, le potentiel de croissance économique ne serait jamais réalisé (citation dans Bernstein, 1996, p. 328.)

Le Président du FMI, Horst Köhler (2004) abonde dans ce sens : « Bien entendu, c'est la volonté de prendre un risque et de s'attaquer aux incertitudes

qui favorise l'innovation et le progrès technique – et permet de créer des emplois et d'accroître la prospérité. »

Ainsi, de par sa nature, le risque, est inséparable des activités économiques. Les exigences islamiques selon lesquelles le risque ne peut pas être dissocié des transactions réelles ne sont donc que naturelles et conformes à la réalité économique. Le fait de dissocier le risque de façon artificielle ne le fera pas disparaître ; au contraire, il reviendra sous des formes plus graves, comme examiné plus haut.

La probabilité d'échec

Il ressort clairement des sources classiques du Fiqh que pour que le risque soit tolérable, il faut que la probabilité d'échec soit inférieure à celle de succès. Cela est vrai indépendamment de l'ampleur des résultats de la décision.

C'est tout à fait à l'opposé de la règle d'espérance d'utilité (et de nombreuses règles concurrentes concernant cette question) selon laquelle la décision est fondée sur les termes *prévus*, à savoir que le produit de la probabilité des délais de résultat détermine son ampleur. La différence entre les deux peut être considérée de manière plus claire dans le cas des loteries.

En ce qui concerne la loterie, un agent a une très faible probabilité de gagner le prix. La probabilité de perdre le prix du billet est très grande. D'un point de vue islamique, cela ne peut pas être acceptable, puisqu'il est presque certain que la perte se matérialisera. En revanche, la règle d'espérance d'utilité est fondée sur la valeur escomptée, compte non tenu de la situation qui a plus de chances de prévaloir. Cela est vrai même si la probabilité de perte dépasse 99%, à partir du moment où le prix est suffisamment important. Cette règle mène à une sorte « d'attitude illusoire » qui amène l'agent à se comporter davantage selon ses préférences ou souhaits qu'en fonction de la réalité objective.

Ce genre de comportement est correctement décrit comme une déception et une désillusion, ou *Gharar*. Le décideur est déçu par l'importance du prix, si bien qu'il se comporte comme s'il est plus probable de gagner lorsqu'en fait le contraire est plus probable.

La causalité

La condition de forte probabilité de succès signifie que l'acte va entraîner ou « causer » la matérialisation du résultat favorable. Il n'est pas nécessaire

qu'une cause mène avec certitude au résultat. Il suffit qu'elle le fasse plus souvent (al-Suwailem 2002).

D'un point de vue islamique, l'incertitude oblige le décideur à adopter les bonnes causes en vue de réaliser les résultats escomptés et à confier ensuite à Allah le soin de lui éviter les échecs éventuels mais moins probables. L'option en faveur des bonnes causes n'est pas simplement préférable mais obligatoire. Le fait de s'en remettre à Allah complète donc le processus de décision rationnel mais ne le remplace jamais. La prise de mesures comportant plus de risques de nous mener à l'échec constitue une violation des enseignements islamiques.

Il en découle donc manifestement que jouer à la loterie n'est pas acceptable dans la mesure où il est presque certain que le joueur ne va pas gagner le prix et va donc le perdre. C'est également valable pour toute décision économique pour laquelle la probabilité d'échec l'emporte sur celle de succès.

L'investissement contre le jeu de hasard

La règle de causalité peut nettement distinguer l'investissement du jeu de hasard. La principale différence entre ces deux pratiques est la certitude du succès. Un entrepreneur démarre un projet parce qu'il est persuadé que le projet va réussir. Un joueur sait à l'avance qu'il a plus de chances de perdre que de gagner. Cependant, l'importance du prix l'amène à se lancer dans un tel projet voué à l'échec.

Selon les principes islamiques, cette différence est en accord avec le concept de causalité. Une action qui mène plus souvent à l'échec qu'au succès ne peut pas être considérée comme une cause de succès, c'est plutôt une cause d'échec.

Par contre, la règle d'espérance d'utilité ne fait pas de différence entre une cause et une non-cause. Elle confond la vraisemblance du résultat avec son importance et la décision est fondée sur le produit final. Aucune attention n'est prêtée au moyen utilisé pour obtenir le résultat, qu'il soit systématique ou par pur hasard. Ce n'est pas le mode utilisé par les agents pour évaluer normalement leurs décisions. Selon Ben-Ner et Putterman (1998) :

> Les individus s'intéressent à leur propre comportement et à celui des autres, notamment aux moyens mis en œuvre pour obtenir des résultats d'intérêt. ... Il est rare qu'un individu soit

> indifférent par rapport à l'acquisition de son revenu par un travail honnête ou par une chance aveugle, parce qu'il a triché sur les autres ou parce qu'il les a traités correctement. (p. 20)

Le choix dans l'incertitude

Les théories classiques de choix, espérance d'utilité la plus évidente, ne peuvent pas différencier l'investissement du jeu de hasard. Au contraire, vu l'incertitude, la décision est considérée simplement comme un choix entre les loteries (par ex. Varian 1992, et Jehle, 1991). Cela est non seulement incompatible avec le point de vue de l'Islam, mais également avec le véritable processus décisionnel dans l'environnement des entreprises.

Les études faites par MacCrimmon et Wehrung (1986) et Shapira (1995) montrent que les gestionnaires des affaires prennent rarement le risque en tant que tel. Ils essayent systématiquement d'ajuster les risques de sorte à avoir la certitude du succès. Selon Shapira, « les gestionnaires pensent qu'ils prennent des risques, mais seulement après avoir modifié et travaillé sur les dangers de sorte à être *sûr du succès* (p. 74 ; nous avons souligné). Dans ce contexte, la prise de risque « est un effort pour lequel un gestionnaire peut utiliser son jugement, exercer son contrôle et faire valoir ses compétences. » Cela n'est pas valable pour le jeu de hasard (p. 48). En conclusion, Shapira affirme que la « métaphore du jeu semble être une description inadéquate de gestion de la prise de risque » (p. 120). James March, spécialiste des sciences à l'Université de Stanford, écrit :

> Bien que les théories de choix tendent à considérer le jeu comme l'archétype d'une situation de prise de décision à risque, les décideurs font la distinction entre la "prise de risque" et le jeu, sous prétexte que, s'ils devaient prendre des risques, ils n'auraient jamais joué. Ils réagissent à la variabilité davantage en essayant activement de l'éviter ou de la contrôler qu'en la considérant comme un choix à valeur attendue. (1994, p. 54)

Ces résultats semblent indiquer la différence fondamentale entre la prise de risque associée aux véritables activités économiques et le jeu où la probabilité d'échec prédomine, mais l'importance du résultat rend le choix naturellement acceptable.

Une Règle de décision causale

Si nous souhaitons amender la règle d'espérance d'utilité au vu de la discussion ci-dessus, il convient, entre autres moyens, d'imposer une contrainte à la probabilité de succès. Supposons qu'une action a puisse donner le résultat $x_i \geq 0$ en l'état i, $i = 1 \ldots, n$, avec une probabilité p_i . Les probabilités pourraient être objectives ou subjectives tant qu'elles satisfont aux axiomes de probabilité. Soit $v(x_i)$ la fonction (d'utilité) du gain du décideur dans l'état i, et soit $c(a)$ le coût de l'action a. L'espérance d'utilité exige qu'une action a soit recevable tant que :

$$[1] \qquad U(a) = \sum_{i=1}^{n} p_i v(x_i) - c \geq 0$$

L'action pourrait, par exemple, consister à acheter un billet de loterie qui coûte disons un million, et $c = 1$ est le prix du billet. Il en résulte alors soit un gain du prix par lequel x_1=1000000, soit sa perte par laquelle $x_2 = 0$. L'action est recevable tant que le gain probable est non négatif. Si la probabilité de gagner est au millionième et que la fonction du gain est linéaire, nous avons

$$v_1 = 1\ 000\ 000,\ v_2 = 0,\ c = 1,\ p_1 = \frac{1}{1000000},\ p_2 = \frac{999999}{1000000}.$$

Par conséquent, $U(a)$=0 et l'achat du billet serait admissible. Pour exclure ce genre de comportement, nous devons imposer une restriction sur les probabilités recevables. Il est possible de le réaliser en imposant à [1] la contrainte que les probabilités de succès soient plus grandes que celles d'échec. Soit S l'ensemble des résultats pour lesquels $v(x)-c \geq 0$, et soit S' son complément, à savoir pour lequel $v(x_i)-c < 0$. L'ensemble S représente l'ensemble des résultats positifs, alors que S' représente celui des résultats négatifs. Donc l'action a est admissible tant que

$$[2] \qquad U(a) = \sum_{i=1}^{n} p_{iv}(x_i) - c \geq 0$$

[3] $\sum_{i \in S} p_i > \sum_{i \in S'} p_i$

La contrainte [3] exige que la probabilité intégrale de succès soit supérieure à celle d'échec. Puisque la probabilité totale de l'ensemble des résultats est égale à un, la condition [3] équivaut à exiger que $\Sigma\, p_i > 0{,}5$ pour $i \in S$. Cette condition exclue donc les résultats à faible probabilité qui pourraient être choisis simplement en raison des gains importants y afférents, à savoir le jeu de hasard.

La mesure statistique

Une représentation plus directe de la règle causale peut être obtenue en invoquant des mesures statistiques de distribution de probabilité. La règle d'espérance d'utilité équivaut à la moyenne de distribution des gains. La moyenne est une mesure de la tendance centrale de la distribution, définie comme la somme des valeurs de la variable aléatoire pondérées par leurs probabilités respectives.

Une mesure alternative est la médiane. Elle est généralement définie comme le point qui divise la distribution totale en deux parts égales, ayant chacune une probabilité de 50%. Une définition plus générale, qui convient aussi bien aux distributions discontinues que continues, est donnée par DeGroot (1986, p. 207). La médiane est définie comme une valeur m d'une variable aléatoire x telle que :

[4] $prob(\tilde{x} \leq m) \geq 0{,}5$ et $prob(\tilde{x} \geq m) \geq 0{,}5$.

C'est-à-dire que la distribution de la probabilité de l'une ou l'autre côté de la médiane est de 0,5 *au moins*. Les deux côtés ne sont donc pas nécessairement égaux. Pour les résultats d'une action donnée, la médiane du gain $\hat{v}$ est définie comme :

5] $prob(v(\tilde{x}) \leq \hat{v}) \geq 0{,}5$ et $prob\,(v(\tilde{x}) \geq \hat{v}) \geq 0{,}5$.

Une règle de décision basée sur la médiane nécessiterait qu'une action a soit recevable si la médiane du gain est non négative, c.-à-d. :

[6] $U(a) = \hat{v} - c \geq 0.$

Pour appliquer cette règle à l'exemple de la loterie, rappelons qu'il existe deux gains (dans l'hypothèse de la linéarité de v) :

$$v_1 = 1000\,000 \text{ avec } p_1 = \frac{1}{1000000}, \text{ et}$$

$$v_2 = 0 \text{ avec } p_2 = \frac{999999}{1000000}, \text{ et}$$

La médiane de cette distribution est v_2, étant donné qu'elle satisfait aux conditions définies dans [5]. A titre de vérification, notons que $prob(v(\tilde{x}) \leq v_2) = p_2$. C'est-à-dire que la probabilité de réaliser au plus un gain à somme nulle (qui est le gain le plus petit) est supérieure à 0,5. Ensuite, $prob(v(\tilde{x}) \geq v_2) = 1$. C'est-à-dire qu'un joueur est certain d'avoir zéro ou plus. (Le lecteur peut vouloir vérifier que v_1 viole [5] et ne peut donc pas être une médiane). Dans la mesure où la médiane est zéro, il n'est plus utile d'acheter un billet de loterie, et la décision n'est donc pas recevable.

Notons que ce résultat est obtenu indépendamment de la forme de la fonction d'utilité. Ceci rend la règle de la médiane résistante eu égard à la spécification des préférences de risque du preneur de décision. Du point de vue statistique, il est notoire que la médiane est plus stable que la moyenne, et qu'elle représente de manière plus précise la tendance centrale de la distribution (DeGroot 1986, pp. 208-209).

Il est un peu surprenant de constater que la médiane qui est plus résistante que la moyenne, soit également plus conforme aux principes moraux et islamiques en ce qui concerne le pari et le jeu de hasard. La règle parvient, au moins, dans une certaine mesure, à distinguer entre le risque acceptable et le jeu de hasard, problème qui laisse perplexes les législateurs et les économistes. La règle de la médiane est compatible avec les résultats de la théorie du jeu en évolution qui indique que « la nature a horreur des évènements à faible probabilité » (Gintis 2000, p. 117). D'un point de vue évolutif, les évènements à faible probabilité contribuent pour peu à l'aptitude physique des agents et sont donc peu importants du point de vue évolutif. Etant donné que peu d'études considèrent la médiane comme une règle de décision dans le cadre de

l'incertitude, d'autres investigations sont nécessaires pour explorer et mieux comprendre ses implications.

Les produits dérivés

Comme discuté plus haut, les produits dérivés commerciaux comme les contrats à terme et les options, aboutissent, dans 70% des cas, à des pertes. Dans la mesure où la probabilité d'échec dépasse celle du succès, de tels instruments sont considérés comme des facteurs de perte et non de gain qui violent la condition [3] ci-dessus. Par ailleurs, en utilisant la règle de la médiane dans [6], la décision de commercialiser des produits dérivés pourrait être inacceptable. C'est seulement dans les termes prévus qu'ils pourraient paraître profitables. Cependant, la règle d'espérance d'utilité est douteuse du point de vue islamique et de celui du processus décisionnel dans le monde des affaires, comme expliqué plus haut.

D'après nos discussions ci-dessus, les produits dérivés ne satisfont à aucune des exigences de risques tolérables. Ceci soulève des questions profondes sur la légitimité islamique de ces instruments.

Le fait que les produits dérivés, par conception, soient des jeux à somme nulle constitue un autre aspect du sujet qui sera abordé dans la section suivante.

V

LA THEORIE DU *GHARAR*

Le terme *Gharar* en langue arabe signifie risque. On lui donne également le sens de déception et d'illusion (Al-Dharir [12]). Les deux significations se recoupent surtout dans les perspectives à faibles probabilités mais à grande ampleur, comme dans les loteries et toutes les formes de jeu de hasard. L'importance du gain attire l'agent et l'engage dans un jeu où l'on est presque toujours perdant. C'est là l'essence même du jeu de hasard que des règles traditionnelles du choix n'ont pas pu exclure, tel que discuté plus haut.

Alors que la section précédente était axée sur la prise de décision individuelle, la présente section se concentre sur des décisions bilatérales ou interactives. Dans de telles interactions, le *Gharar* adopte une structure définitive. Il devient identique au jeu à somme nulle avec des gains incertains (Al-Suwailem 1999). Cette structure est conforme aux mesures du *Gharar* dans la Chari'a. La mesure peut être utilisée comme base d'évaluation mais aussi de développement d'instruments de gestion du risque, conformément à la Chari'a, tel que discuté ci-dessous.

Les types de jeux

Le terme « jeu » est utilisé pour divers cadres et dispositions. Ici, il est utilisé pour désigner un échange lucratif entre deux agents ou plus pour lesquels les gains sont incertains au début du jeu.

Les jeux peuvent être classés en trois catégories, en fonction du montant du gain des joueurs : jeu à somme positive, jeu à somme nulle ou jeu à somme mixte.

1. Les jeux à somme positive sont des jeux dans lesquels les joueurs ont des intérêts communs, et ainsi ils gagent ou perdent ensemble (voir figure 7). Dans la mesure où les agents sont supposés être rationnels, leur objectif ne sera pas de perdre au jeu. Le résultat positif est par conséquent l'objectif du jeu, et pour cette raison, il est décrit comme un jeu à somme positive.

Dans la Figure 7, (*A*, *B*) représente les joueurs. La partie droite indique les gains positifs pour chacun (le premier est le gain de *A* alors que le second est celui de *B*). La partie gauche indique les gains négatifs. Au début du jeu, ils ne

savent pas à quelle partie ils vont arriver. Toutefois, chaque joueur est supposé chercher le résultat positif plutôt que le négatif et ainsi l'objectif du jeu devient le gain réciproque. Si les agents suivent la règle de la médiane examinée plus haut, le résultat positif a plus de chances de se concrétiser. Ce qui fait du jeu un optimum de Pareto, étant donné que les deux joueurs ont de fortes chances d'être en situation plus avantageuse en jouant le jeu qu'en ne le jouant pas.

Le partenariat ou M*ushārakah* est un exemple de jeu à somme positive. Etant donné que chaque partenaire contribue en capital et en travail, les deux parties gagneront si le projet réussi et elles perdront s'il échoue.

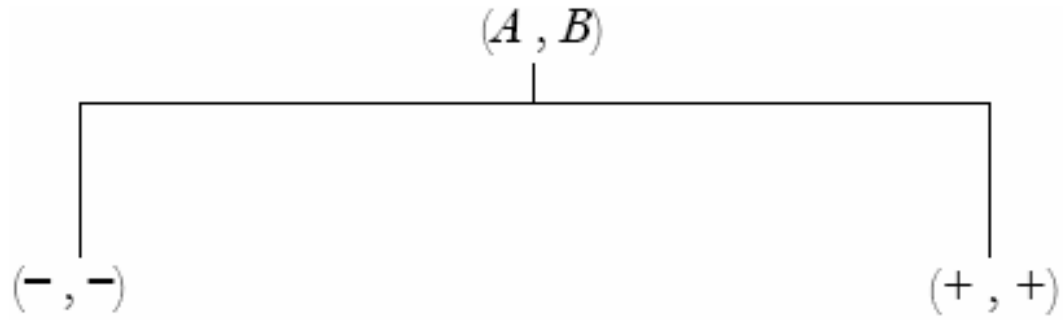

Figure 7 : Jeux à somme positive

Notons que les gains n'ont pas besoin d'être égaux pour les deux parties. Cependant, le signe doit être identique, c'est-à-dire qu'ils gagnent ensemble et perdent ensemble, bien qu'il soit possible que leurs contributions ne soient pas égales.

2. Les jeux à somme nulle sont des jeux dans lesquels une partie gagne et l'autre perd (Figure 8). Le jeu de hasard est l'exemple le plus patent : deux joueurs mettent disons chacun 1000 et une pièce est jetée. Si la pièce tombe pile, *A* gagne 2000, sinon c'est *B qui* gagne.

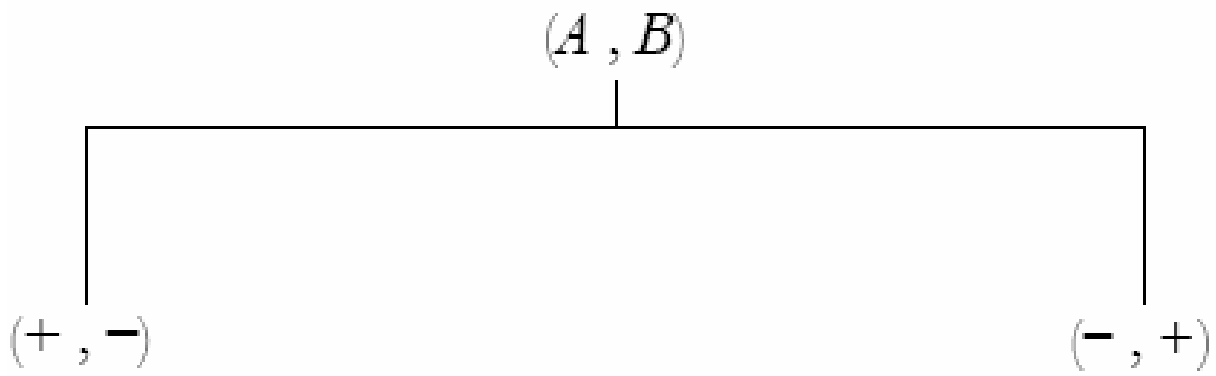

Figure 8 : Jeux à somme nulle

Bien entendu, il n'y a aucune possibilité que les deux joueurs gagnent en même temps. L'un des joueurs ne gagne qu'au détriment de l'autre. Encore une fois, l'importance du gain et celle de la perte n'ont pas besoin d'être égales. L'expression « somme nulle » indique que les intérêts des joueurs sont directement opposés. Comme le montrent les manuels sur la théorie des jeux, de tels jeux peuvent toujours être reformulés de manière à ce que les gains s'ajoutent à la somme nulle (Friedman 1990, pp. 79-80 ; Binmore 1994, pp. 276-277). Nous devons utiliser l'expression « jeux à somme nulle » pour indiquer les jeux d'opposition directe, indépendamment de l'importance des gains. Les jeux à somme nulle sont Pareto-inférieurs, étant donné qu'ils ne permettent pas des gains réciproques des joueurs. Il est plus avantageux pour les agents de ne pas jouer (Al-Suwailem, 1999).

3. Les jeux mixtes sont des jeux qui visent deux sortes de résultats : le résultat de la somme nulle et le résultat de la somme positive. (Figure 9).

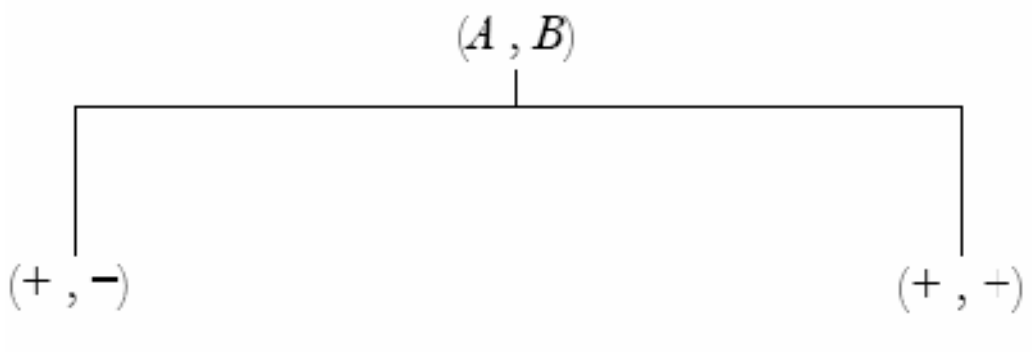

Figure 9 : Jeux mixtes

Ces jeux permettent d'avoir des gains réciproques mais impliquent aussi la possibilité de conflit d'intérêt. Des exemples de jeux mixtes comprennent le métayage ou M*uzāra'ah*, la J*a'ālah*, et le 'U*rbūn* (voir Al-Suwailem 1999). En fait, la plupart des activités économiques sont des jeux mixtes ou des jeux qui ne sont pas à somme nulle, comme le souligne Schelling (1980). La vie n'est donc pas un jeu, comme le prétendent de nombreux auteurs. C'est un jeu mixte qui pourrait finir par un conflit ou une coopération. Wright (2000) soutient que cette évolution sociale et biologique tend vers des interactions qui ne sont pas des jeux à somme nulle. Nous verrons plus tard comment la structure des jeux mixtes peut être utile dans le développement d'instruments de couverture islamique.

La mesure du Gharar

Dans un jeu à somme nulle, une partie gagne aux dépens de l'autre. C'est un simple transfert de richesses sans contre-valeur. Etant donné que chaque partie cherche le profit et non pas des dons, l'on a donc l'impression « de consommer de la richesse pour rien », ce qui est sévèrement condamné dans le Coran. Par ailleurs, un jeu à somme nulle est un jeu qui implique un conflit d'intérêts direct, source d'inimitié, qui justifie l'interdiction du Maysir ou jeu de hasard dans le Coran : « Satan ne veut que semer l'inimitié et la haine parmi vous par le vin et le *Maysir* » (5 : 91).

Par ailleurs, le jeu de hasard constitue la forme pure du *Gharar* (Al-Dharir [12], p. 622). Etant donné que le jeu de hasard est manifestement un jeu à somme nulle, il s'ensuit que le *Gharar* doit être inacceptable dans la mesure où il est structuré comme le jeu à somme nulle. En conséquence, le cercle du *Gharar*

est plus large que celui du jeu de hasard. C'est pourquoi, certaines transactions pourraient contenir le *Gharar* (à savoir le résultat de la somme nulle), mais elles sont encore acceptables si la composante somme nulle est dominée par la composante positive, comme dans le métayage.

Du point de vue de la Chari'a, en règle générale, l'acceptabilité de tels jeux mixtes dépend de la vraisemblance de la somme positive coopérative. Si ce résultat est dominant, le jeu est généralement acceptable. Dans ce cas, le résultat à somme nulle est considéré comme un « *Gharar mineur* ». Si le résultat à somme nulle est dominant, il devient un « *Gharar excessif* », donc inacceptable.

La formulation technique de cette mesure ainsi que des discussions détaillées sur plusieurs exemples et applications figurent dans Al-Suwailem (1999).

Les caractéristiques des jeux à somme nulle

Bien que cela puisse paraître flou, la propriété à somme nulle est assez claire dans sa forme de base : ce que gagne une partie correspond à ce que l'autre perd. Les points suivants aident à expliquer comment cette structure s'applique aux différentes formes de transactions.

1. Premièrement, notons que dans tout jeu à somme nulle, l'incertitude au moment de la conclusion du contrat est une condition essentielle. Si le résultat était connu d'avance, le jeu n'aurait pas été joué. Par exemple, si l'on connaissait sur quelle face retomberait la pièce, il ne serait plus nécessaire de parier. Ce n'est pas le cas dans les jeux avec des gains réciproques. Dans une vente normale, lorsque les variables pertinentes sont connues d'avance, la vente aura lieu avec les informations complètes. Même si toutes les informations futures étaient connues au début, la vente sera toujours réalisée si elle satisfait les besoins des deux parties.

2. Il faut également noter que les gains et pertes dans un jeu à somme nulle sont déterminés bilatéralement, c'est-à-dire entre les deux parties au contrat. C'est un transfert réel net de richesses qui a lieu à la date d'échéance d'une partie à l'autre, sans aucune contre-valeur en échange. Si l'on achète un produit au comptant et que son prix baisse par la suite, cette perte n'est pas un gain direct pour le premier vendeur, sauf en tant que pertes évitées. Toutefois, au plan contractuel, ces pertes ne peuvent être créditées au compte d'aucune

contrepartie comme des gains et donc aucun transfert net de richesses n'a lieu. Bien que le commerce d'actions ou de produits de base puisse parfois ressembler à un jeu à somme nulle, cela ne se produit qu'au niveau du système. Toutefois, à titre individuel, les transactions au comptant avec des prix et des paramètres prédéterminés ne peuvent pas être un jeu à somme nulle dans la mesure où la relation entre les deux parties prend fin au moment de la conclusion de l'opération. C'est seulement quand il existe une incertitude au moment de la conclusion du contrat que la possibilité d'un échange à somme nulle peut se faire sentir, mais pas nécessairement.

3. Les produits dérivés sont des exemples manifestes des jeux à somme nulle. Il existe des obligations d'échange de certains montants d'argent ultérieurement. La différence entre les prix au moment du contrat et à la date d'échéance est débitée d'une partie et créditée à l'autre, et c'est la raison pour laquelle ces contrats sont dénommés contrats de différences. Avec un système de mark-to-market, ceci se fait tous les jours. Même si le produit dérivé est vendu dans un marché secondaire, l'obligation en tant que telle subsiste pendant toute la durée du contrat et quiconque devient partie de ce contrat doit régler ces différences.

4. Les marchés financiers dans leur ensemble pourraient apparaître parfois comme des systèmes à somme nulle. Les opérations pyramidales sont également des systèmes à somme nulle. Toutefois, ceci s'applique au système dans son ensemble et non aux contrats individuels en tant que tels. Les systèmes à somme nulle naissent en raison de la mauvaise utilisation des contrats normaux qui ne sont pas à somme nulle. Cependant, avec les contrats à somme nulle, le système par conception aura une structure à somme nulle. C'est-à-dire que les systèmes de contrats à somme nulle sont tous à somme nulle, mais les systèmes de contrats qui ne sont pas à somme nulle peuvent ou non être tous à somme nulle.

Pour cette raison, le Prophète, paix et salut sur lui, a imposé d'autres conditions sur la vente normale. Par exemple, ne pas vendre quelque chose dont ont n'est pas encore en possession, ou ne peut pas vendre ce dont on ne dispose pas. Ces conditions aident à faire du système une somme positive globale et à empêcher ce que Shiller (2000) appelle « les processus naturels de Ponzi » (pp. 64-67). Pendant la période des bulles spéculatives, le marché dans son ensemble

fonctionne comme un régime à la Ponzi : les premiers investisseurs tirent des bénéfices des nouveaux venus et ces derniers profitent de ceux qui viennent après eux, ainsi de suite. Toutefois, les derniers venus supportent finalement le coût lorsqu'il y a un krach boursier. Bien qu'en principe les marchés financiers soient utiles et proposent des fonctions économiques importantes, ils ont besoin d'être règlementés afin de réduire les chances d'application de ces processus à la Ponzi sur le marché. Par exemple, James Tobin (1978) et Lawrence et Victoria Summers (1989) proposent une taxe sur les transactions pour réduire les échanges fréquents et ainsi maîtriser la spéculation. Allais (1993) appelle à l'abandon de la cotation permanente de prix pour une seule cotation par jour. Il souligne également le fait que les marges à terme devraient être augmentées de manière considérable pour éviter la spéculation néfaste (p. 36). Notons que dans les contrats islamiques à termes, c.-à-d. *Salam*, le prix côté doit être entièrement payé à l'avance, d'où la rationalité économique de cette condition. Un examen détaillé de la réforme des marchés financiers n'entre pas dans le cadre de ce livre, mais il est clair que : les contrats qui ne sont pas à somme nulle pourraient mener aux systèmes à somme nulle de Ponzi, s'ils ne sont pas bien règlementés.

Nous espérons que les arguments présentés plus haut clarifieront la différence entre les contrats à somme nulle et les systèmes à somme nulle. Le premier implique le second, mais le contraire n'est pas nécessairement vrai.

Les mesures prévues contre les mesures réelles

La mesure à somme nulle est fondée sur les résultats réels actuels de la transaction. A cet égard, les produits dérivés et toutes les formes de jeux de hasard sont des jeux à somme nulle. Toutefois, dans les termes prévus, ces produits dérivés et jeux pourraient être considérés comme des transactions avec des gains réciproques. En d'autres termes, ils pourraient être des jeux gagnant-gagnant ex ante, mais gagnant-perdant ex post. Les deux mesures sont nettement incompatibles, il convient donc de procéder à un choix.

Le succès économique est de toute évidence basé sur et mesuré en termes de performance réelle et réalisée. Dans les termes prévus, le LTCM pourrait être un investissement rentable. Au début de l'année 1998, la valeur à risque (VAR) du fonds qui mesure le maximum de perte quotidienne avec une certitude de 95%, constituait moins de 1% de son capital. La probabilité que le fonds perde tout son capital en l'espace d'un an était de 10^{-24}. Cela veut dire qu'il faudrait

une éternité pour que cet évènement puisse se produire (Lowenstein 2000, p. 159 ; Partnoy 2003, p. 257). Quelques mois plus tard, le fonds s'est effondré lorsque les pertes ont anéanti une grande partie de son capital. En d'autres termes, l'échec est également mesuré en termes ex post. La faillite est décidée selon les résultats réels et non selon les résultats attendus. De même, les pertes et profits des produits dérivés sont calculés quotidiennement par le biais de l'évaluation au prix du marché qui n'est pas basée sur la valeur globale prévue du contrat. En conséquence, à chaque fois que des mesures prévues et réelles sont en conflit, la dernière aura de toute évidence la priorité.

Cette démarche est soutenue par la nature de l'incertitude qui reflète notre ignorance de la réalité. Cela n'existe par conséquent que dans l'esprit de l'être humain. En réalité, soit les choses existent soit elles n'existent pas. Rien dans l'univers extérieur n'est fait au hasard ou est indéterminé. « Dieu ne joue pas au dé », comme l'a si bien dit Albert Einstein (Pais, 1982). Le Coran explique clairement : « Nous avons créé toute chose avec mesure » (54 : 49), « Et toute chose a auprès de Lui sa mesure. » (13 : 8). L'incertitude et le risque ne peuvent donc pas exister en dehors de l'esprit humain.

En conséquence, le risque en soi n'est en fait pas commercialisé, vu qu'il ne peut exister dans la réalité. Ce qui est *réellement* commercialisé c'est l'argent pour l'argent. Kenneth Arrow (1971) souligne ce fait par rapport à l'assurance commerciale. Il le décrit comme un « échange d'argent contre de l'argent et non de l'argent pour quelque chose qui satisfait directement aux besoins. » (p. 134.) Dans la mesure où cet échange dépend d'un certain évènement, le contrat prend fin au paiement dans une seule direction. S'il arrive que l'assureur paie à l'assuré plus que ce que ce dernier a payé, alors le paiement net devient de l'argent pour rien. Le contraire est vrai si l'évènement n'a pas lieu. Dans l'un ou l'autre cas, une partie peut payer quelque chose pour rien. C'est seulement dans les conditions prévues qu'il y a un échange mutuel. Cependant, ex post aucun échange mutuel n'a lieu, et c'est comme si l'on consommait des biens pour rien.

Ceci reflète clairement la divergence entre les mesures réelles et les mesures prévues dans les jeux à somme nulle. Cette divergence est étroitement liée à celles qui existent entre la moyenne et la médiane, tel que discuté plus haut. La divergence est constatée dans des « cas aberrants », c'est-à-dire les résultats à faibles probabilités mais d'une grande importance. Ce sont les cas de jeux de hasard où la nécessité d'une discrimination prudente des types de

risques se fait sentir. La mesure à somme nulle donne un point de repère important dans la réalisation de cet objectif.

Le risque et la structure à somme nulle

Il existe plusieurs raisons qui rendent un marché à somme nulle plus risqué qu'un marché normal.

1. Plus haut, nous avons noté qu'un marché à somme nulle ne crée pas de richesses supplémentaires pour équilibrer les risques supplémentaires à travers les interactions des agents. Ceci se vérifie particulièrement lorsque le marché connaît un fort degré d'endettement, comme c'est le cas pour les produits dérivés.

2. Une structure à somme nulle par conception est relative : le gain d'un agent est la perte de l'autre. Le gain relatif rend les agents très sensibles les uns envers les autres. En conséquence, un effet de rétroaction est créé au moment où des changements dans le comportement d'un agent retournent vers lui à travers le comportement des autres. L'effet de rétroaction positif et la récursivité du système le rendent de plus en plus non linéaire et donc enclin à des épisodes chaotiques, tel que souligné par plusieurs auteurs (Sornette 2003 ; Tumpel-Gugerell 2003 ; Mandelbrot et Hudson 2004 ; Bennett 2004).

3. Un produit dérivé par conception provient d'un actif sous-jacent ou d'une variable sous-jacente. Les mouvements dans cette variable enregistreraient les profits d'une partie et les pertes d'égale valeur de l'autre partie. Dans un marché à somme nulle, lorsque toutes les transactions sont des jeux à somme nulle, tout changement dans les variables économiques pertinentes créerait nécessairement des pertes à certaines parties. Le marché n'a pas de place pour les gains réciproques et la récompense commune. Etant donné que le risque est défini en termes de risque de perte, un marché à somme nulle devient presque par définition plus risqué qu'un marché normal.

Par exemple, dans un marché d'instruments à terme concernant un certain produit, tout changement du prix de la marchandise enregistre des profits pour une partie et des pertes d'égale valeur pour l'autre. Par contre, dans un contrat *Salam*, le prix est payé intégralement à l'avance. Le paiement anticipé offre au vendeur la possibilité de l'utiliser de sorte à compenser l'accroissement modéré

du prix de la marchandise. Par ailleurs, étant donné que la livraison est prévue pour une date ultérieure, le prix payé est plus bas que le prix au comptant. Cette remise offre un amortissement pour l'acheteur contre des baisses de prix modérées. En conséquence, le paiement anticipé offre une « marge de sécurité » pour les deux parties contre des fluctuations de prix modérées. Ceci est contraire aux instruments à terme à effet de levier, lorsque des fluctuations de prix quelconques présentent un gain pour une partie et une perte pour l'autre (Al-Suwailem 1999, pp. 84-85).

Pour donner un autre exemple, considérons des sociétés qui proposent à leurs employés des options d'achat d'actions de la société à un prix prédéterminé. La hausse du prix des actions dépassant celui donné aux employés est un gain pour l'employé et un coût pour la société. Toutefois, ce coût est utilisé en tant que mesure incitative pour les employés, et le résultat final du contrat est un résultat bénéfique à tous (en dépit de l'emploi abusif éventuel des options d'achat d'actions). C'est-à-dire que les richesses créées grâce aux efforts de l'employé compensent la perte découlant de la hausse du prix des actions. Par contre, dans une option d'achat Call, *tout* changement dans le prix sous-jacent fera enregistrer des gains pour une partie et des pertes pour l'autre.

Les produits dérivés sépareront délibérément les activités de création de richesses de la gestion des risques en les rendant, par construction, des jeux à somme nulle. Un contrat de produit dérivé ne nécessite pas la création de richesses qui équilibre les pertes encourues. Si l'argument selon lequel la négociation de risque encourage les activités créatrices de valeur se vérifie, il renforce la position islamique dans la mesure où l'intégration des deux ne sera pas préjudiciable. L'intégration produirait effectivement le même résultat, mais fournira de meilleures mesures d'encouragement pour y parvenir.

4. Dans un marché à somme nulle, tous les joueurs sont en conflit direct. En conséquence, chaque joueur profite des autres lorsque les variables économiques sont défavorables à certains. Ainsi, les probabilités d'échec des joueurs concernés seront supérieures à celles déterminées par des forces économiques exogènes. C'est apparemment ce qui s'est passé avec le LTCM, lorsque les investisseurs se sont rendus compte des pertes de fonds encourues après la crise des obligations russes et des autres marchés émergents en 1998. Les commerçants ont commencé à parier contre le LTCM, causant ainsi plus de pertes au fonds. Selon Partnoy (2003, p. 260) : « les autres commerçants ont

senti l'odeur du sang au LTCM et ont commencé à parier contre le fonds spéculatif, essayant d'affaiblir ses positions ». Le LTCM agissait comme une « banque de volatilité » et a souffert alors d'un « parcours classique ». Selon Lowenstein (2000) : le fait que les banques aient essayé délibérément de profiter des dépenses à long terme ou simplement de se protéger « n'a rien changé …. *L'une ou l'autre motivation aurait entraîné le même comportement* » (p. 174, c'est l'auteur qui souligne). Le fait que les investisseurs, tout en se protégeant, aient forcément attaqué le LTCM est une caractéristique des jeux à somme nulle. Dans la mesure où les intérêts étaient en opposition directe ; le profit d'une partie implique nécessairement la perte de l'autre.

Avec le risque moral, ceci montre que les mesures incitatives réagissent par rapport à la structure des gains d'une façon qui pourraient changer le comportement et créer ainsi des niveaux de risque supplémentaires pour le système.

Dans la mesure où la structure à somme nulle crée des risques inutiles, cette idée est compatible avec une opinion largement répandue selon laquelle le jeu de hasard est caractérisé par des risques artificiels (par ex. Borna and Lowery 1987 ; Raines et Leathers 1994). La structure à somme nulle est une condition suffisante pour considérer un certain nombre de transactions comme un jeu de hasard, indépendamment des outils utilisés pour les exécuter.

Les deux mesures du Gharar

Dans la section précédente, nous avons noté que la prise de risque serait acceptable dans une transaction réelle si le succès était plus probable que l'échec. Une transaction qui a plus de chances d'échouer est davantage un jeu de hasard qu'un investissement. C'est par conséquent une forme de *Gharar*. Nous soutenons ici que le *Gharar* est un jeu essentiellement à somme nulle. C'est-à-dire que nous avons deux mesures du *Gharar* :

1. la mesure de probabilité ;

2. la mesure à somme nulle.

La première est liée aux décisions individuelles alors que la seconde concerne les décisions interactives. Mais comment ces deux mesures sont-elles interconnectées?

Premièrement, notons que dans un jeu à somme nulle, les deux joueurs ne peuvent en aucune façon gagner ensemble avec une probabilité de plus de 0,5. Supposons qu'un joueur ait des chances de gagner avec 70% de probabilité. Dans la mesure où il s'agit d'un jeu à somme nulle, si une partie gagne l'autre doit perdre. Cela signifie que l'autre joueur doit perdre avec une probabilité de 70%. C'est-à-dire qu'un jeu à somme nulle ne permet pas que la probabilité de succès soit supérieure pour les deux joueurs. Ainsi, la mesure de la somme nulle implique la mesure de probabilité.

Ensuite, la mesure de probabilité est, en principe, plus générale que la mesure à somme nulle. A cet égard, examinons une décision d'investissement qui a des chances insignifiantes de gain. Par exemple, un spéculateur décide de construire un centre commercial dans une zone inhabitée. Bien que le contrat passé avec l'agent de construction soit une transaction légitime en termes d'objectif final, c'est un jeu de hasard de la part du spéculateur. Ainsi, une transaction réelle légitime pourrait être utilisée à des fins illégitimes. Ceci montre que la mesure de probabilité est plus grande que la mesure à somme nulle.

Toutefois, dans une économie concurrentielle, de telles décisions très risquées seraient finalement transformées en jeux à somme nulle. Si un investisseur est prêt à dépenser de l'argent dans un projet à haut risque, alors un autre agent pourrait intervenir et se proposer de prendre moins d'argent contre des résultats plus importants mais avec une probabilité plus faible. *Ex ante*, les deux parties se trouvent en situation plus avantageuse, et ainsi, des projets à très haut risque ne peuvent pas durer longtemps. En conséquence, la mesure de probabilité, tout en s'appliquant à la prise de décision individuelle, mène naturellement à la mesure à somme nulle.

Les deux types de *Gharar* pourraient aider à clarifier deux termes largement utilisés mais encore ambigus : la spéculation et le jeu de hasard. Nous pourrions décrire le premier type de *Gharar* comme une « spéculation » et le second type comme un « jeu de hasard ». La spéculation consiste à utiliser un contrat légitime pour les objectifs à haut risque. Elle décrit un jeu mixte où il est plus probable de parvenir à un résultat à somme nulle. Par ailleurs, le jeu de hasard implique une connotation plus forte, vu que les deux parties sont engagées dans un conflit direct ou un jeu strictement à somme nulle. A partir des discussions ci-dessus, la spéculation devient par la suite un jeu de hasard. Dans ce contexte, elle transforme également un marché de contrats qui ne sont

pas à somme nulle en un système à somme nulle, comme les systèmes Ponzi ou pyramidal.

La valeur de la gestion du risque

Tel que souligné plus haut, la couverture est intéressante et compatible avec les objectifs économiques islamiques. Toutefois, les instruments classiques, notamment les produits dérivés, ne peuvent pas distinguer les opérations de couverture de la spéculation. Ils sont utilisés sans distinction pour les deux objectifs, mais surtout à 97% pour la spéculation. Comment pouvons-nous réaliser la valeur de l'opération de couverture et la gestion du risque sans supporter les coûts croissants de la spéculation?

D'un point de vue islamique, la réponse peut ne pas être très difficile à trouver. Les règles islamiques de l'échange révélées par Allah (*s.w.t*) et qui impliquent par conséquent Sa sagesse et Ses connaissances parfaites offrent le cadre idéal pour la réalisation de cet objectif difficile à atteindre. Le principe général, qui est une question de consensus, est que le risque ne peut être séparé des véritables transactions. Une telle séparation fera du transfert de risque un jeu à somme nulle et donc une forme de consommation de biens pour rien, ce qui est formellement et explicitement interdit par le Coran (par ex. 2 : 188, 4 : 29).

En conséquence, pour réaliser un transfert de risque souhaitable, nous devons utiliser des structures qui permettent le gain réciproque, c.-à-d. des jeux qui ne sont pas à somme nulle. De tels jeux, tout en comportant la possibilité d'un résultat à somme nulle, permettent d'obtenir un résultat à somme positive, et donnent ainsi des possibilités d'avantages réciproques. C'est la stratégie générale visant à développer des outils de gestion de risque conformes aux principes islamiques. Les sections suivantes tentent de mettre en œuvre cette stratégie.

VI

LA TECHNIQUE FINANCIERE : UN POINT DE VUE ISLAMIQUE

L'expression « technique financière » a plusieurs connotations, et pourrait avoir différents sens dans divers contextes (Marshall et Bansal 1992). Dans la finance traditionnelle, elle est surtout relative aux produits dérivés. L'expression a toutefois un sens plus large que cela. Pour la finance islamique, le concept a une importance particulière, comme nous allons le voir.

Définition et Concept

Selon Finnerty (1988, 1994), la technique financière implique la « conception, le développement et la mise en œuvre d'instruments et de processus financiers, ainsi que la recherche de solutions créatrices aux problèmes financiers ». Les objectifs visés par la technique financière sont de faire baisser les coûts de la transaction et de réaliser de meilleurs profits. (Merton 1992).

L'innovation est par nature imprévisible. Si elle était prévisible, elle ne serait plus novatrice. Aussi, devrait-on accorder une attention particulière aux outils et techniques qui facilitent l'innovation et la créativité. La technique financière peut donc être mieux décrite comme : *des principes et stratégies de développement de solutions financières novatrices.*

Bono (1970) met l'accent sur la différence entre les outils d'innovation et l'innovation elle-même. Il a inventé l'expression « *lateral thinking* » (la pensée latérale) pour décrire les stratégies et techniques qui permettent et encouragent la créativité. La créativité est par conséquent une conséquence plutôt que le sujet d'analyse. De même, la technique financière devrait s'intéresser aux outils et techniques de développement d'instruments créatifs et de produits novateurs (voir aussi Mason et. al. 1995, p. xiii).

D'un point de vue islamique, il existe les principes de la Chari'a qui devraient être observés pour le développement de produits financiers. Ainsi, la définition met l'accent sur les principes et sur les stratégies d'innovation financière.

La définition mentionne des solutions financières plutôt que des instruments ou contrats (Al-Suwailem [8]). Elle insiste sur la valeur ajoutée de l'innovation. Une « solution » est quelque chose qui satisfait un besoin réel qu'il était impossible de satisfaire avant. Ceci est assez général pour inclure les processus, instruments ou produits qui entraînent une amélioration des profits et de l'efficacité, tel que souligné par Merton (1992). Selon Mason et. al. (1995), la technique financière ne devrait pas être mesurée par la complexité des modèles mathématiques impliqués ou celle des documents juridiques requis. Elle est plutôt mesurée par la souplesse économique et administrative élargie qu'elle offre. (p. xiii).

La valeur de l'innovation

L'innovation est un changement, et le changement crée l'instabilité. L'instabilité n'est évidemment pas souhaitable, et donc l'innovation en elle-même n'est pas un objectif. C'est seulement lorsque l'innovation crée de la valeur qui contrebalance l'instabilité qu'elle devient souhaitable. L'innovation est par conséquent un outil et un moyen de créer de la valeur. Mason et. al. (1995) ont noté, à juste titre, que la pertinence de l'innovation financière est mesurée par son impact sur l'efficacité du système financier et non par sa nouveauté. Leathers et Raines (2004) soulignent les effets négatifs des innovations de produits dérivés et l'incompatibilité de telles innovations avec le point de vue de Schumpeter sur la destruction créative. Ceci confirme la nécessité de disposer d'innovations dans une direction et un cadre différents.

La Chari'a et la créativité

La Chari'a offre un ensemble global de règles régissant et guidant le comportement humain. Bien que ces règles limitent le comportement à plusieurs égards, elles n'empêchent pas la créativité. En fait, le contraire a plus de chances de se vérifier, dans la mesure où la créativité est stimulée par les contraintes. Elster (2000) montre comment et pourquoi, dans certains cas, les agents rationnels pourraient se trouver dans une situation plus avantageuse lorsqu'ils ont moins d'options. Dans de tels cas, le moins vaut le plus, ce qui a été soutenu par plusieurs études expérimentales (Gigerenzer et al. 1999). Elster montre également comment des artistes, par exemple, choisissent délibérément de se retenir afin d'être plus créatifs. Silber (1983) donne des preuves selon

lesquelles les contraintes étaient une force majeure derrière les innovations financières qui ont amélioré la performance et le bien-être économiques.

Ainsi, les contraintes ne doivent pas entraver la créativité. Ceci est particulièrement vrai concernant les règles divines. De telles règles impliquent la sagesse suprême d'Allah (*s.w.t.*), et par conséquent leur observation ne peut qu'améliorer la vie humaine. Les enseignements islamiques, en général, fournissent l'environnement propice à une créativité et une innovation constructives. Le Coran souligne fréquemment la réflexion sur les signes de la vérité et condamne ceux qui suivent aveuglément une culture héritée, même si elle est en contradiction avec les faits. De plus, une pensée contraire n'est pas nécessairement une vertu en elle-même, mais un moyen de découvrir la vérité et d'éviter des perceptions trompeuses.

L'arbitrage règlementaire

Merton Miller (1986) soutient qu'une impulsion majeure pour l'innovation financière est d'éviter la règlementation. Compte tenu des marchés financiers de plus en plus mondialisés, les investisseurs sont confrontés à différents milieux de la réglementation. Ceci crée une occasion de surmonter les règlementations locales en utilisant des instruments bien conçus (surtout des produits dérivés) à travers les frontières. Les partisans du marché libre considèrent particulièrement que les régulations entravent l'efficacité économique et que le contournement de ces régulations par l'innovation financière constitue un moyen de rétablir l'efficacité du marché. (Partnoy, 1997).

Ceci pourrait s'avérer pertinent pour les règlements périmés ou artificiels qui ont peu ou pas de fonction sociale. Toutefois, la régulation, en principe, joue un rôle crucial dans la stabilisation du marché et la minimisation des dangers systémiques. Les régulations relatives à la divulgation et aux besoins en capital, par exemple, sont essentielles pour l'autodiscipline et le contrôle de risque. Le contournement de telles régulations, à travers l'innovation financière et la manipulation comptable, mène très probablement à des conséquences indésirables ; Enron et des épisodes similaires étant des exemples manifestes.

De même, d'un point de vue islamique, le contournement des principes de la Chari'a affecterait négativement la performance du marché et compromettrait les objectifs de la finance islamique en premier lieu. Plus de détails sur cette question seront présentés dans la suite de cette section.

Etat de l'innovation financière

Le Professeur Peter Drucker (1999) soutient que l'industrie des services financiers est en déclin. La raison en est simple, écrit-il : « Les principales institutions de services financiers n'ont pas réalisé une seule innovation majeure en 30 ans.» Au lieu d'inventer de nouveaux services aux clients, les sociétés financières commercialisent surtout leurs propres comptes, et se trouvent ainsi impliquées dans un « jeu à somme nulle », étant donné que le gain d'une société est la perte de l'autre. Les seules innovations au cours des trois dernières décennies, soutient-il, ont été « des soi-disant produits dérivés 'scientifiques'» qui ne sont pas plus scientifiques que les systèmes utilisés à Monte Carlo ou à Las Vegas. « En conséquence, les produits de l'industrie sont devenus des produits de base et de moins en moins rentables et de plus en plus chers pour la vente. »

Drucker considère qu'il existe désormais trois voies possibles que l'industrie peut emprunter. La plus facile est de maintenir les pratiques et tendances actuelles. L'industrie peut survivre mais continuera à décliner. La seconde voie consiste à « faire venir au sein de l'industrie de nouveaux venus novateurs. » La troisième concerne les acteurs de l'industrie qui doivent « devenir des innovateurs eux-mêmes et leurs propres 'destructeurs créatifs. » Avec l'évolution croissante de l'économie mondiale, la première voie n'est pas vraiment une option. Ainsi, si l'industrie ne change pas d'elle-même, les étrangers opéreront le changement à sa place. Il n'est pas surprenant que son article s'intitule : « Innover ou mourir. »

Ceci souligne le fait que l'industrie islamique a une bonne occasion, à ce stade, de fournir de véritables services financiers à valeur ajoutée qui font gravement défaut à ce secteur.

Les principes de la technique financière islamique

Quatre principes de la technique financière islamique peuvent être identifiés. Deux concernent les objectifs principaux : le principe de l'équilibre et le principe de l'intégration, et deux concernent la méthodologie : le principe de l'acceptabilité et le principe de la cohérence.

Le principe de l'équilibre

Ce principe traduit l'approche globale des principes islamiques des motivations humaines. Il met l'accent sur l'équilibre entre l'égoïsme et les intérêts des autres, entre les activités à but lucratif et les activités à but non lucratif, entre les relations concurrentielles et les relations de coopération. Les

règles islamiques définissent des frontières claires et nettes entre les deux domaines, et parviennent à un équilibre interne et intermédiaire. L'obligation de la *zakat* et la prohibition du *Riba* sont deux exemples évidents. Le capitalisme insiste sur l'approche à but lucratif et axée sur le marché pour résoudre presque tous les problèmes économiques. Le communisme, quant à lui, repose essentiellement sur des mécanismes à but non lucratif pour résoudre les mêmes problèmes. L'économie islamique, par contre, adopte une approche équilibrée. A la fois, les mécanismes à but lucratif et ceux à but non lucratif sont essentiels à la satisfaction des besoins économiques.

Aucune économie ne peut prospérer en se basant uniquement sur les transactions à but lucratif. En fait, l'existence de la société, à travers les familles et les communautés, est fondée sur une base coopérative plutôt que sur des activités à but lucratif. Les organisations à but non lucratif représentent environ 90% de tous les collèges et écoles non gouvernementaux et deux tiers de l'ensemble des hôpitaux aux Etats-Unis. (Hansmann, 1996).

En conséquence, de nombreux objectifs financiers et économiques peuvent être réalisés grâce à des modalités coopératives, plutôt que par des dispositions à but lucratif. L'exemple le plus manifeste est l'assurance. Alors que l'assurance commerciale est largement considérée comme inacceptable du point de vue de la Chari'a, l'assurance coopérative et mutuelle est acceptée à l'unanimité. Les dispositions coopératives peuvent être plus efficaces que les instruments commerciaux, et ainsi plus à même de satisfaire les besoins pertinents.

L'interdépendance

Il est important de noter que les dispositions coopératives diffèrent des donations et de la charité. Le Professeur Stephen Covey (1990) classe les relations humaines en trois étapes selon leur degré de maturité :

1. la dépendance ;
2. l'indépendance ;
3. l'interdépendance.

La première étape est la dépendance où une personne repose sur les autres pour satisfaire ses besoins. Ceci est particulièrement vrai aux premiers stades de la vie, où l'enfant dépend largement de ses parents et de sa famille.

Ensuite, la personne forge son identité et essaie d'être indépendante des autres. L'étape la plus avancée est l'interdépendance. C'est une relation mutuelle entre des personnes indépendantes qui profitent des avantages de la coopération pour parvenir à des résultats qu'une personne, à elle seule, ne peut pas réaliser.

Ces trois étapes ont leurs équivalents dans le comportement des agents économiques. La dépendance correspond à la dépendance vis-à-vis des donations et de la charité. Le bénéficiaire dépend du donateur. A tout moment de l'histoire, il y a toujours eu des personnes qui, à elles seules, ne peuvent pas satisfaire leurs propres besoins et doivent dépendre des autres pour ce faire. L'indépendance correspond à l'intérêt personnel et aux transactions à but lucratif. Les agents obtiennent ce qu'ils veulent grâce à leurs propres ressources. L'étape la plus avancée, l'interdépendance, correspond au comportement mutuel et coopératif. Elle est également dénommée interrelations (e.g. Gintis et. al. 2005 ; Sobel 2005). Ce ne sont ni de simples activités à but lucratif, ni de simples activités caritatives, mais elles combinent les propriétés des deux pour réaliser des objectifs supérieurs. Alors que le communisme était essentiellement préoccupé par la résolution du problème des agents dépendants, le capitalisme est quant à lui préoccupé par la réalisation de l'indépendance grâce à l'intérêt personnel et aux forces du marché. L'économie islamique reconnaît ces deux types de relations, mais y ajoute la relation la plus mature : la coopération et l'interdépendance.

Comme nous le verrons plus tard, l'assurance coopérative est fondée sur les relations réciproques et interdépendantes, plutôt qu'exclusivement sur la donation et la charité.

Le principe de l'acceptabilité

Ce principe appartient à la méthodologie mais la suite logique nécessite sa présentation à ce stade. Le principe énonce que toutes les transactions économiques sont généralement acceptables, sauf dispositions contraire de la Chari'a (par ex. Ibn Taymiah [3]).

Le principe est basé sur l'hypothèse selon laquelle les interactions économiques visent à satisfaire les préférences et besoins humains normaux. L'islam considère que l'homme est attiré par nature vers le bien et ainsi les interactions normales mèneront normalement au bien de la société. Manifestement, le mal existe, et c'est la raison pour laquelle il existe des règles pour régir le comportement économique.

Ces règles sont préventives eu égard aux activités à but lucratif, mais sont positives eu égard aux activités à but non lucratif. La raison en est la nature des motivations humaines. Selon al-Shatibi [11], chaque fois qu'il existe assez de motivations pour poursuivre les objectifs légitimes tels que rechercher des profits, le Coran n'insistera pas trop dessus pour éviter les réactions extrêmes. Par ailleurs, lorsqu'il existe moins de motivations pour poursuivre certains objectifs tels que faire des donations, le Coran insistera particulièrement dessus pour compenser les motivations réduites. Ceci explique pourquoi la plupart des règlements de la Chari'a relatifs aux transactions à but lucratif sont préventifs. Néanmoins, le Coran, dans plusieurs de ses versets, fait l'éloge du commerce et des affaires (par ex. 73 : 20).

Le principe de l'acceptabilité est à la base de l'innovation. Il n'existe pas de limites à l'imagination et à la créativité humaines, tant que cela ne cause pas plus de mal que de bien. L'on a seulement besoin de vérifier qu'aucune des opérations interdites n'affecte la transaction. En dehors de cela, toutes les possibilités sont ouvertes.

En conséquence, si deux points de vue sur un certain produit sont présentés et que l'un le considère acceptable et l'autre non acceptable, alors la charge de la preuve incombe au dernier. Ceux qui acceptent n'ont pas à le prouver vu que c'est la position par défaut de la Chari'a.

Les sources des opérations prohibées

Sur la base du principe de l'acceptabilité, nous devons nous préoccuper essentiellement des opérations prohibées eu égard aux activités à but lucratif. En règle générale, la plupart des règlements des activités à but lucratif servent à prévenir les opérations les plus sérieuses et les plus injustes : *le Riba* et *le Gharar*. Nous avons déjà discuté en détail du concept de *Gharar*, aussi nous concentrerons-nous ici sur le *Riba,* ainsi que sur les aspects communs aux deux.

Le *Riba* ou usure est essentiellement l'intérêt sur le prêt. L'Islam n'est pas le seul à interdire le *Riba* ; toutes les religions divines l'interdisent (Chapra 2004). L'objectif général de la finance est de promouvoir la croissance et la répartition équitable des ressources réelles. La prospérité et la richesse sont finalement déterminées par les richesses réelles. En conséquence, le secteur financier œuvre à servir le secteur réel.

Le *Riba* sépare la finance des transactions réelles. Dans la mesure où les deux contre-valeurs d'un prêt sont identiques, il s'ensuit que l'intérêt devient

simplement le coût de la durée ou le coût de la finance pure. La simple création de la dette est moins contraignante que la création des richesses réelles ; il revient seulement à l'accord entre les deux parties de reporter une dette due pour un intérêt supplémentaire. En conséquence, la croissance de la dette tend à dépasser celle de l'économie réelle. Avec des intérêts composés, les services de la dette croissent plus rapidement que le revenu réel et en prendront une part de plus en plus dominante. Par exemple, le service de la dette de 2003 a compté pour plus que 80% des exportations du Liban et pour 63% de celles du Burundi. En 2001, il a compté pour 82% pour la Sierra Leone (Banque mondiale 2005). Ainsi, le secteur réel servira le secteur financier, et non le contraire. Evidemment, l'économie ne peut normalement pas continuer à se développer, dans la mesure où la dette basée sur l'intérêt, si elle n'est pas contrôlée, menace d'absorber les richesses économiques à travers ses services qui se développent sans cesse.

Les conséquences désastreuses de la dette basée sur l'intérêt rendent nécessaire la réglementation du financement au tout début pour éviter des résultats non contrôlables. Par conséquent, les principes islamiques font de la finance une partie inséparable des activités réelles. C'est la raison pour laquelle il n'existe aucun instrument de « financement pur » dans la Chari'a. Les instruments islamiques considèrent le financement de la dette comme un élément intégré des transactions réelles, tel que dans la vente différée et le *Salam*. La dette étant intégrée dans les activités réelles, il n'y a pas de raison de prendre en compte ses coûts. De tels coûts sont contrôlés par les transactions réelles et ainsi la dette ne peut pas croître toute seule.

Ceci souligne la différence entre l'intérêt sur le prêt et la majoration sur la vente à crédit. L'intérêt est un mécanisme d'autoreproduction qui fait que la dette augmente et se multiplie, indépendamment de l'économie réelle. Tel que susmentionné, ceci épuise finalement les ressources réelles, manifestement au profit des prêteurs. Par ailleurs, la majoration est la valeur temporelle intégrée dans la transaction réelle. Ceci élimine la possibilité de l'autoreproduction de la dette. La valeur temps, en tant que telle, n'est pas la question ; c'est plutôt la croissance de la dette indépendamment de la richesse réelle qui menace le bien-être social. En intégrant la valeur temps à des transactions réelles, ce mécanisme de reproduction est éliminé.

La différence entre la dette intégrée et distincte ressemble beaucoup à la différence entre une cellule normale et une cellule cancéreuse. Une cellule

cancéreuse croît et se multiplie de manière désordonnée et incontrôlable. Elle s'échappe du mécanisme de contrôle qui maintient les cellules dans leur croissance normale et de manière ordonnée (Buckman 1997, p. 9). Lorsque la dette échappe aux mécanismes de contrôle, elle croît toute seule, juste comme une cellule cancéreuse. Le mécanisme de contrôle est ce qui maintient les cellules synchronisées et intégrées pour exercer les fonctions normales du corps. Les règles islamiques de la dette représentent le mécanisme de contrôle nécessaire qui maintient la dette synchronisée avec l'économie réelle. Les intérêts font que la dette échappe au contrôle et devient ainsi une menace pour l'économie.

Le principe d'intégration

Le *Riba* et le *Gharar* œuvrent tous les deux à séparer les préférences subjectives des richesses objectives. Le *Riba* s'applique au temps alors que le *Gharar* s'applique au risque. Le temps et le risque, tel que souligné plus haut, sont en fait les deux faces d'une même pièce de monnaie. Séparer l'un implique nécessairement séparer l'autre. Il n'est pas surprenant que la Chari'a les interdise tous deux.

La séparation du temps et du risque des activités réelles mène à la divergence du secteur financier du secteur réel. Toutefois, la séparation est incompatible avec la nature des relations économiques et n'est donc pas durable, ce qui rend de plus en plus coûteux le fait de maintenir séparés les deux secteurs. Les coûts croissants de la séparation ne permettent pas de réaliser son objectif premier, notamment l'efficacité et la réduction des coûts de transaction. En fin de compte, le secteur réel paiera beaucoup plus pour la séparation que cela ne coûte pour maintenir les deux secteurs intégrés. La Chari'a insiste par conséquent sur l'intégration entre les deux secteurs pour parvenir à une croissance économique équilibrée et durable. Ceci est un principe essentiel au développement de produits financiers islamiques.

L'intégration et la spécialisation

L'intégration peut être considérée comme une contrainte sur le comportement des agents économiques, mais c'est une contrainte productive. Tel que déjà souligné par Elster (2000), les contraintes ne sont pas toutes inefficaces. North (1990) explique comment les contraintes institutionnelles aident à réduire les coûts de la transaction et de l'information. La spécialisation

qui conduit au progrès économique, comme reconnu depuis longtemps par les économistes, est une sorte d'autocontrainte pour améliorer la productivité et les activités disciplinaires. L'intégration repose sur la spécialisation au niveau de la contribution pour synchroniser la production des divers secteurs. Comme souligné par Milgrom et Roberts (1992), « la spécialisation requiert la coordination » (p. 25).

Les défenseurs des produits dérivés soutiennent que la séparation du risque des actifs sous-jacents rend plus efficace la gestion du risque, étant donné qu'il s'agit d'une forme de spécialisation et de division du travail. Toutefois, le risque est purement une notion mentale, comme discuté plus haut, et ne peut donc pas exister réellement en dehors de l'esprit humain. La séparation du risque est par conséquent une *abstraction* de la réalité plutôt qu'une spécialisation. Alors que la spécialisation impose naturellement une plus grande discipline sur le comportement des agents économiques, l'abstraction par la conception lève la plupart des limites et contraintes découlant de la complexité de la réalité. Dans la mesure où l'abstraction n'est pas durable, le secteur réel supporte finalement la plupart des coûts du comportement indiscipliné résultant de l'abstraction. Il est par conséquent nécessaire d'assurer l'intégration des secteurs réels et financiers dès le début pour éviter les graves problèmes de l'échec de la coordination.

L'évaluation des produits financiers

Une implication directe du principe de l'intégration est que les instruments « l'argent pour de l'argent » sont inacceptables s'ils sont réalisés pour un but lucratif. Une transaction acceptable doit donc intégrer une composante réelle (par ex. les biens, les utilités ou les services). Bien que la composante réelle soit nécessaire à l'intégration, elle n'est pas suffisante. Dans certains cas, les biens ne sont utilisés que pour l'intégration artificielle. Les contrats légitimes impliquant des biens et services réels pourraient être utilisés d'une manière qui entrave la réalisation de l'objectif de l'intégration, notamment pour créer une valeur réelle. Il est tout à fait possible de combiner des contrats acceptables de telle sorte que le résultat final soit inacceptable. Cela s'appelle *Hila* (artifice) ou *Hiyal* (artifices). Dans les artifices, pour contourner l'usure par exemple, les composantes réelles sont utilisées à des fins de prêt. Les biens réels sont par conséquent utilisés pour obtenir un financement, au lieu d'utiliser le financement pour faciliter la réalisation des objectifs réels.

Le problème des artifices découle de la tension entre le fond et la forme des arrangements financiers. La clé de la solution est de savoir quelle est la partie qui a la priorité sur l'autre et à quel moment. Il est toutefois utile de noter que ce problème ne se limite pas à la jurisprudence islamique. Nous avons déjà noté que le même problème s'est posé à la fin du dix neuvième siècle en Occident, pour ce qui concerne les instruments à terme et les options. Le problème se pose maintenant eu égard aux produits dérivés hors-bourse ainsi qu'aux règles comptables relatives à de tels produits dérivés. La manipulation dans les deux domaines est commune, tel que reflété dans Enron et par des scandales similaires (par ex. Partnoy 2003). La manipulation dépend de la tension entre la lettre et l'esprit de la loi, entre la forme et le fond du produit financier. Ce qui rend toutefois différente la jurisprudence islamique c'est sa dimension morale. L'intention de se soustraire aux commandements d'Allah (*s.w.t*) est considérée comme un péché majeur, indépendamment du fait que cela puisse ou non être prouvé au tribunal.

Il existe théoriquement deux extrêmes eu égard à la relation entre la forme et le fond : examiner soit uniquement la forme, soit uniquement le fond, et ignorer l'autre. Les deux possibilités sont inacceptables du point de vue islamique. Comme l'a clairement démontré Ibn Taymiah [1], les *Hiyal* (artifices) étaient condamnés à l'unanimité par les compagnons du Prophète, paix et salut sur Lui. Ibn Al-Qayyim [6] rapporte par conséquent qu'aucun érudit musulman n'approuve toutes ces sortes d'artifices. Ceci implique que la forme ou les moyens ne peuvent pas avoir une priorité absolue sur le fond ou la fin. Par ailleurs, tous les érudits conviennent que les bonnes intentions ne suffisent pas pour approuver une certaine transaction. Cela signifie que la fin ne justifie pas les moyens. En conséquence, aucun des deux extrêmes n'est en fait ni acceptable ni pratique.

Ceci implique que les érudits conviennent généralement qu'il doit y avoir un équilibre ou une cohérence entre la forme et le fond. Ainsi, les différences entre les érudits à cet égard peuvent être attribuées aux différences dans la détermination du degré de cohérence, et non au principe même de la cohérence. Ceci nous mène au principe suivant, celui de la technique financière islamique :

Le principe de cohérence

Ce principe, qui tire sa légitimité du Fiqh (par ex. Ibn Al-Qayyim [6]), énonce qu'il doit y avoir une réciprocité mutuelle entre la forme et le fond des produits islamiques. En conséquence, l'évaluation d'un produit devrait s'effectuer à travers les étapes suivantes (Figure 10) :

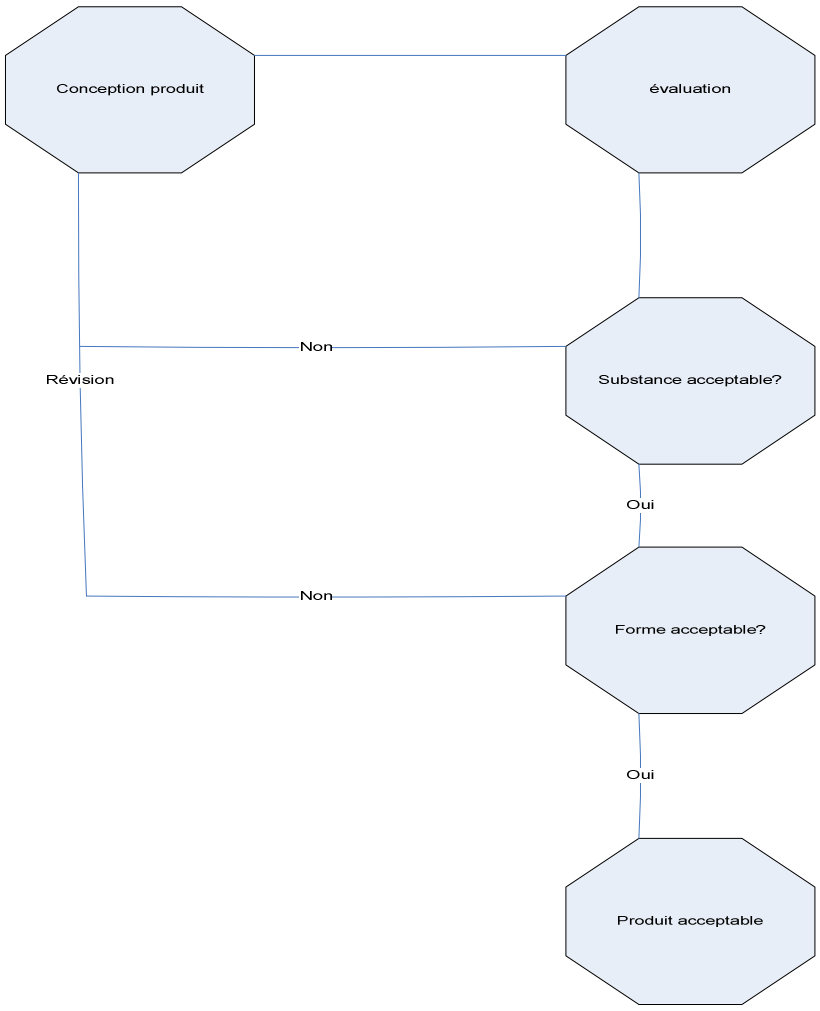

Figure 10 : Processus de l'évaluation des produits

1- Evaluer le fond ou le résultat obtenu du produit. Si c'est acceptable, passer à l'étape 2. Sinon passer à l'étape 3.

2- Evaluer la forme du produit. Si c'est acceptable, le produit est acceptable. Sinon, passer à l'étape 3.

3- Revoir le produit et ensuite passer à l'étape 1.

Notons que nous commençons par le fond pour ensuite passer à la forme. Les deux sont nécessaires pour l'approbation définitive du produit. Toutefois, aucun des deux ne suffit à lui seul pour une approbation totale.

Par exemple, considérons deux produits financiers contemporains : la *Murābaha* et l'*'Einah*, y compris le *Tawarruq* organisé. Les deux sont utilisées pour le financement, mais la *Murābaha* exige du financier (la banque) l'achat du produit que demande l'acheteur, qu'il vend ensuite au client à profit sur la base d'un paiement différé. Dans le *Tawarruq*, le financier vend au client un produit à un prix différé, il le vend ensuite au nom du client cash et dépose l'argent dans le compte du client.

Pour ce qui concerne le fond, l'objectif visé par le *Murābaha* est de fournir le produit dont le client a besoin à un prix différé. Le résultat final est par conséquent une vente normale. Par contre, l'objectif visé par le *Tawarruq* est de fournir la liquidité. Le client obtient finalement du cash contre une dette plus importante. Cela se termine par conséquent par un simple financement par emprunt. Manifestement, pour ce qui concerne le fond, la *Murābaha* vise un objectif légitime, mais le *Tawarruq* vise simplement le même objectif de *Riba*. Il n'est donc pas surprenant que la *Murābaha* soit largement acceptée, alors que le *Tawarruq* organisé est très controversé (l'Académie du Fiqh à la Mecque a, en fait, rejeté ce dernier dans son règlement de 2003).

Etant donné que l'objectif visé par la *Murābaha* est légitime, nous devons veiller à ce qu'il soit mis en œuvre de manière adéquate. Le processus doit observer les règles détaillées de la Chari'a, notamment éviter de vendre ce dont on ne dispose pas ou de réaliser un profit dessus. Une fois ces règles observées, l'instrument est acceptable dans la mesure où il passe par les deux étapes d'évaluation. Pour le *Tawarruq* ou l'*'einah*, il n'aidera pas si toutes les règles détaillées étaient observées, vu que le résultat final n'est pas légitime.

Un bon exemple pour clarifier davantage ce point est de comparer la viande de porc à celle du mouton ou du bœuf. Le porc est absolument prohibé par le Coran, quelle que soit la manière dont il est abattu, de manière convenable ou non. Le moyen n'est pas valable si la fin elle-même est interdite.

La viande de mouton, par contre, est bonne en elle-même, aussi le mouton doit-il être abattu de manière adéquate pour être totalement acceptable. Evidemment, tous les animaux ne sont pas des moutons, ni tous des porcs. Mais il est certainement possible que les peuples aient des avis différents sur le fait qu'un certain animal soit un porc ou un mouton. Ceci serait normalement toléré, vu qu'il est tout à fait humain qu'il y ait des divergences. Ainsi, dans de nombreux exemples, nous pouvons considérer les différences des érudits concernant certains artifices comme des différences relatives au type « d'animal» plutôt qu'à la manière dont il a été traité.

Les stratégies de développement de produit

La prochaine étape dans la technique financière islamique concerne l'examen de stratégies et techniques de développement de produits financiers. Il existe généralement trois stratégies, selon le point de départ du processus de développement :

1. commencer par les produits classiques ;
2. commencer par les produits islamiques ;
3. commencer par les besoins réels des clients.

.

L'imitation

La première stratégie consiste à avoir un produit classique (mais contestable du point de vue islamique) comme référence, et ensuite utiliser les contrats islamiques pour réaliser un produit équivalent avec des propriétés presque identiques. La stratégie est également dénommée « ingénierie inverse » (Iqbal 1999). Parmi les exemples, on compte :

- la reproduction d'un prêt classique avec intérêt par le biais du *Tawarruq* ou *'Einah* ;
- les dépôts à terme sont reproduits par le biais du *Tawarruq* inversé ;
- une option d'achat financière est reproduite par le biais du *' rbun* ;
- l'échange de taux d'intérêt est reproduit à travers le *Tawarruq* réciproque avec des structures de majoration différentes, etc.

Cette stratégie est probablement la plus facile pour développer des produits, dans la mesure où la cible est déjà déterminée. Ceci explique probablement pourquoi elle a été utilisée pendant des siècles. L'imitation

pourrait aider particulièrement dans les premières phases de développement de l'industrie islamique, mais ses inconvénients pourraient affecter l'industrie dans le long terme. Les principaux inconvénients sont les suivants :

1. la stratégie accorde une priorité continue à la forme par rapport au fond et aux moyens par rapport à la fin. L'application des règles islamiques devient une question d'observation passive et sans vision de la Chari'a qui fait peu confiance en sa valeur économique ;

2. la stratégie fait de l'industrie islamique, de par sa conception, une copie de l'industrie classique. Etant donné qu'elle est basée sur la reproduction et l'imitation, l'industrie classique sera toujours le leader. Ceci est en contradiction avec l'essence même de la créativité et de l'innovation, et ainsi la stratégie ne peut appartenir à la technique financière dans son sens véritable ;

3. dans la mesure où l'imitation vise le même objectif que celui des instruments traditionnels, mais avec les contraintes supplémentaires des règles de la Chari'a, il s'ensuit que les instruments islamiques seront toujours inférieurs aux instruments traditionnels. C'est un résultat bien connu dans la théorie de l'optimisation où une contrainte active ne peut améliorer la valeur de la fonction objectif. Cette question d'infériorité se pose parce que l'on considère le produit classique comme la fonction objectif. L'approche la plus naturelle consiste à considérer les règles de la Chari'a comme des contraintes données, et à trouver ensuite une fonction objectif pour laquelle la solution est optimale. C'est-à-dire que nous devrions commencer par les règles de la Chari'a pour parvenir à la fonction objectif au lieu d'aller dans la direction opposée ;

4. les instruments classiques sont conçus pour résoudre les problèmes de l'industrie classique. La reproduction de ces produits rendra les institutions islamiques sensibles aux mêmes problèmes pour lesquels ces produits ont été développés pour apporter des solutions. En d'autres termes, la stratégie créera à l'industrie de nouveaux problèmes étrangers. A mesure que ces problèmes seront transmis, la nécessité de disposer de produits classiques se fera sentir davantage. Ceci nécessitera à son tour la reproduction de plus de produits, ce qui ajoute plus de problèmes etc. Le cercle devient une auto alimentation et l'industrie risque de perdre son identité dans le processus.

Il faut noter que dans un marché compétitif sain, l'imitation perdra sa vigueur et ses résultats diminueront rapidement. La stratégie n'est par conséquent pas durable.

La mutation

La seconde stratégie doit s'appuyer au départ sur des produits islamiques acceptables sur lesquels on teste différentes variations et modifications et on voit comment utiliser les produits générés. En utilisant le jargon de l'*Algorithme Génétique* (AG), les produits existants seront soumis à des mutations et croisements, se servant ainsi d'un critère de sélection basé sur le degré d'intégration (par exemple les produits supérieurs sont retenus et les mauvais produits sont supprimés). Le processus est repris jusqu'à ce que d'autres améliorations deviennent minimales. Les algorithmes génétiques sont utilisés dans une large gamme d'applications et peuvent être efficaces dans la recherche de solutions aux problèmes pour lesquels les techniques traditionnelles ont échoué (voir par exemple Mitchell 1998 ; Holland 1995 et Goldberg 1989).

La stratégie pourrait générer efficacement un nombre incalculable de produits. Etant donné que le point de départ est les produits acceptables, et sur la base du principe de l'acceptabilité, une partie considérable des produits développés serait acceptable. Ceci montre que l'espace des produits islamiques est très riche et ouvert.

Cette stratégie a besoin de sa propre étude complète, mais nous essaierons de l'appliquer sous une forme primitive et non génétique dans la prochaine section.

La satisfaction

La troisième stratégie commence par les besoins réels des clients, et l'on revient en arrière pour voir les produits ou conceptions qui pourraient satisfaire ces besoins. La stratégie œuvre dans le sens inverse de la stratégie précédente et par conséquent les deux se complètent.

Le choix des besoins réels pour le développement de produits est le processus naturel de l'évolution du marché. Les clients, dans une large mesure, déterminent la direction de l'industrie. Les progrès économiques en fait peuvent être mesurés par la capacité des agents à satisfaire leurs besoins. Les produits, qu'ils soient financiers ou physiques, sont des moyens visant à satisfaire

de tels besoins. C'est là une autre illustration réelle de l'adage selon lequel « la fin justifie les moyens et non le contraire ».

Un exemple de cette stratégie s'applique au prêt. Considérons un consommateur qui s'adresse à une banque pour chercher un prêt. Il demande de l'argent en espèces, mais ce n'est pas son besoin réel, dans la mesure où il doit utiliser cet argent dans une autre transaction réelle pour satisfaire à son besoin réel. Par exemple, il pourrait l'utiliser pour acheter un appareil ou renouveler son mobilier. Ainsi, le besoin réel est le produit final et non pas l'argent initialement reçu en espèces. Pour les banques islamiques, cela signifie que la banque devrait financer le produit final dont le client a besoin. Si cela est difficile pour des raisons logistiques, la technologie de pointe pourrait éliminer largement ces obstacles, tout en améliorant la rentabilité de la banque.

Si le client a besoin d'argent pour rembourser une dette existante, le même processus pourrait s'appliquer au créancier. Le créancier doit utiliser à nouveau l'argent à des fins réelles. La banque devrait être prête à financer les besoins du créancier en utilisant l'argent du client. L'argent est un voile, argument que les économistes classiques défendent depuis longtemps. Cela signifie que les transactions réelles sont l'objectif ultime des transactions économiques. Avec les innovations technologiques et l'argent électronique (par ex. Shiller 2003, pp. 73-75), nous nous approchons de la « société sans numéraire » où l'argent devient une couche transparente qui laisse apparaître derrière elle les transactions réelles. Non seulement ceci améliore l'intégration des secteurs financiers et réels, mais rend également le financement plus efficace avec moins de coûts de transaction tout en étant plus proche des principes de la Chari'a. Au lieu de prendre de l'argent en espèces pour l'utiliser dans des transactions réelles, la transaction réelle est directement financée sans l'étape intermédiaire. Ceci montre que la finance islamique est potentiellement plus efficace que le financement traditionnel (voir Al-Jarhi 2002). En d'autres termes, le financement des transactions réelles des clients est l'alternative ultime pour le prêt comme pour les produits du *Tawarruq*.

Conclusion

La présente section met l'accent sur les principes et stratégies de la technique financière islamique. L'objectif est de montrer que les instruments islamiques crédibles sont susceptibles d'être plus efficaces que les instruments classiques. L'industrie islamique a toutefois besoin de revoir ses stratégies

appliquées de développement de produits afin de tirer pleinement profit d'une telle efficacité. La section suivante tente d'appliquer le cadre ci-dessus pour le développement de stratégies de couverture pour les instruments islamiques.

VII

LES INSTRUMENTS ISLAMIQUES DE COUVERTURE

Le terme « couverture » est généralement utilisé dans le sens de minimiser l'exposition au risque. Bien qu'il y ait une différence entre « couverture » et « assurance » (par. Ex. Bodie et Merton 1998, pp.224-225), nous allons utiliser le terme dans son acception la plus large. Quoi qu'il en soit, il n'est pas possible d'exclure le risque des activités économiques. Il est à présent admis que l'intermédiation financière consiste à gérer les risques au lieu de les éviter (par ex. Heffernan 1996, p. 163). Aussi, les investisseurs sont-ils tout à fait conscients de la première règle du jeu : « qui ne risque rien n'a rien » (Bernstein 1996, p. 256). La couverture signifie donc, en réalité, gérer les risques plutôt que de les éliminer.

Tel que discuté plus haut, le défi à relever est d'utiliser des instruments de couverture qui peuvent tirer profit des avantages de la répartition des risques mais qui ne se prêtent pas au jeu de hasard. C'est-à-dire que ces instruments doivent être intégrés à des activités réelles à valeur ajoutée et ne peuvent pas être « neutres » eu égard au jeu de hasard.

Il existe plusieurs approches de la couverture. Trois stratégies possibles sont soulignées :

1. la couverture économique ;
2. la couverture coopérative ;
3. la couverture contractuelle.

La couverture économique

Cette stratégie émane du décideur et ne nécessite aucun accord explicite avec les autres agents pour obtenir la couverture souhaitée. L'exemple le plus courant et le plus ancien consiste à diversifier les investissements. Selon Bernstein (1996), « les investisseurs diversifient leurs investissements parce que la diversification constitue leur meilleure arme contre la variation du rendement » (p.252). La diversification est une stratégie de couverture essentielle, autonome et qui complète les autres stratégies.

Il pourrait toutefois sembler que la diversification empêche la spécialisation. Par définition, la spécialisation nécessite la concentration du capital et de la main d'œuvre. Dans la mesure où les deux stratégies empiètent l'une sur l'autre, il faut un compromis technique. Cependant, la spécialisation peut compenser la diversification par le biais de l'intégration de l'output aux produits complémentaires en vue de minimiser les risques de perte (Ashkenas et. Al. 2002, p.7). En d'autres termes, l'intégration au niveau de l'output peut compenser la perte de diversification au niveau de la contribution. En outre, les investisseurs, dans une entreprise spécialisée dans un certain marché, peuvent diversifier leurs risques s'ils détiennent un portefeuille d'actions diversifié. Les investisseurs sont donc plus aptes à diversifier les risques que les sociétés, comme le soulignent Milgrom et Roberts (1992). Par conséquent, la spécialisation au niveau de l'entreprise peut être compensée par la diversification au niveau des investisseurs (*op.cit.*, p. 587).

L'alignement des Actifs et des Passifs

L'asymétrie entre les revenus et les coûts ou entre les actifs et les passifs constitue une source importante de risque. Cette asymétrie expose l'entreprise à des risques de liquidité lorsque les paiements dus sur les passifs ne concordent pas avec ceux dus sur les actifs. En outre, les entreprises sont exposées à des risques liés au marché lorsque la production n'est pas bien alignée sur la demande, créant ainsi des risques de perte dus aux variations rapides de prix et aux déplacements de la courbe de la demande.

Les véritables entreprises sont constamment à la recherche de technologies et de stratégies pour harmoniser leurs revenus et leurs coûts. La production japonaise « juste-à-temps », la stratégie de vente « directement au client » d'ordinateurs Dell et les systèmes d'approvisionnement efficaces de Wal-Mart en sont des exemples (Evans and Wurster 2000). Les entreprises tentent d'établir un réseau de contacts professionnels avec leurs fournisseurs et leurs clients pour créer « l'intégration virtuelle » de la chaîne logistique, la rendant plus flexible et sensible aux fluctuations du marché avec moins de conflits et des coûts minimums (Kelley 1994, pp. 187-189 ; Ashkenas et. al. 2002).

En revanche, les sociétés financières ont tendance à réaliser constamment un mauvais ajustement entre leurs actifs et leurs passifs. L'activité principale des banques consiste à faire des emprunts à court terme et des prêts à long terme. Les sociétés d'assurance ont également une structure lamellaire déséquilibrée

avec d'énormes éléments de passif éventuels et des actifs mineurs certains. Bien qu'elle offre des opportunités de bénéfice, la discordance crée des risques dangereux aussi bien à l'entreprise qu'à l'économie. Bien que la création de banques centrales et d'assurance-dépôts atténue les conséquences systémiques, elle a contribué à faire durer le problème.

Les produits dérivés jouent un rôle important dans le déplacement de certains des risques de bilans décalés, ce qui pourrait aider à expliquer leur croissance sans cesse accrue. Etant donné que ces risques sont transférés à d'autres acteurs, les sociétés trouvent qu'il est plus rentable de désaligner davantage leurs bilans, menant ainsi à l'utilisation supplémentaire de produits dérivés etc.

D'un point de vue islamique, tout le monde sait que les banques islamiques sont supposées avoir une plus grande préférence pour les bilans symétriques et ajustés, et par conséquent une structure beaucoup plus stable (Khan and Mirakhor 1987). Ce qui veut dire que l'ajustement du bilan apparaît en tant que propriété indispensable du système islamique. L'utilisation des produits dérivés par les institutions islamiques est donc incompatible avec la nature de leur structure et pourrait leur faire connaître les mêmes problèmes que l'industrie traditionnelle, tel que souligné dans la dernière partie.

La couverture naturelle

La « couverture naturelle » est le fait d'ajuster les actifs et les passifs en vue de réduire le taux d'intérêt ou les risques de change (Steinherr 2000, pp. 29, 289). L'exposition à un facteur de risque est donc compensée par une exposition contraire à ce facteur (riskinstitute.ch ; 3.2006). La couverture du bilan est assurée en modifiant l'actif et/ou les caractéristiques ou volume du taux du passif pour réduire l'exposition au risque du taux d'intérêt de l'entreprise sans pour autant acquérir des instruments dérivés comme les swaps de taux d'intérêt ou les instruments à terme (americanbanker.com ; 3.2006). Un exportateur ayant un passif en Dollar américain peut utiliser un flux escompté de revenu des exportations futures en Dollar américain pour couvrir le risque de change lié à ce passif (stats.govt.nz ; 3.2006). Les entreprises utilisent la couverture naturelle pour éviter les frais de couverture de produits dérivés. Selon Goldman Sachs, le coût de couverture d'une acquisition d'une valeur de 500 millions de Dollars est de 26 millions de Dollars (Sparks 2000). La plupart

des entreprises reviennent plutôt à la couverture naturelle pour éviter les risques de change.

Heffernan (1996) donne un autre exemple de réduction des risques en rapprochant les actifs des passifs. Une banque globale qui travaille avec plusieurs devises peut réduire son risque de change à travers « un capital social pluri monétaire » ; c'est-à-dire libeller son capital social en plusieurs devises. On peut citer comme exemple le Scandinavian Bank Group qui a reconstitué son capital en Sterling en quatre devises : Dollar américain, Franc Suisse, Deutsch Mark et Livre sterling. Si le capital social est libellé en plusieurs devises pour assortir le volume des actifs commerciaux, les ratios de capital ne changeront pas beaucoup avec les fluctuations du taux de change. En conséquence, « le risque de change est réduit sans pour autant que l'on utilise les instruments de couverture » (p. 194).

La Couverture dynamique

La couverture dynamique renvoie à des stratégies commerciales qui peuvent reproduire le gain d'un produit dérivé donné en n'utilisant que le titre sous-jacent. Dans l'hypothèse de marchés complets et d'un monde sans conflit, un investisseur peut être en mesure de trouver un portefeuille qui rapporte le même gain que le produit dérivé à l'échéance sans procéder à un autre paiement en dehors de l'investissement initial. Le portefeuille est dénommé portefeuille de renouvellement et le produit dérivé doit avoir la même valeur que le portefeuille de renouvellement. Sinon, il existe une possibilité de procéder à un arbitrage (Slutz 2004) également dénommé « couverture delta. » Selon le Laboratoire de technique financière MIT, « les stratégies de la couverture delta constituent des recettes pour la reproduction du gain d'un titre complexe par une transaction dynamique sophistiquée de titres plus simples » (lfe.mit.edu ; 12.2005).

Cette stratégie est utilisée pour fixer le prix des produits dérivés à l'instar de Merton (1973) pour la fixation des prix des options. Une reproduction parfaite est toutefois impossible avec les marchés incomplets et les coûts de transaction. Bertsimas et al. (2001) ont résolu le problème de la reproduction optimale dans les marchés incomplets. Ils utilisent la programmation stochastique dynamique pour élaborer une stratégie de portefeuille d'autofinancement dynamique qui ne concerne que les titres fondamentaux qui

se rapprochent le plus du gain du produit dérivé basé sur l'erreur quadratique moyenne.

Cela signifie que les stratégies dynamiques peuvent être utilisées pour reproduire les produits dérivés sans vraiment en acheter. Les produits dérivés synthétiques (par ex. les options synthétiques) peuvent être réalisés au lieu d'acheter réellement des options. Bien qu'ils ne soient pas des produits de substitution parfaits, la reproduction peut être assez rigoureuse pour répondre aux besoins des investisseurs qui préfèrent ne pas négocier des produits dérivés. Cependant, de nombreux auteurs ont attiré l'attention sur d'éventuelles instabilités que la couverture dynamique pourrait créer aux marchés (par ex. Steinherr 2000). Il conviendrait d'en tenir compte dans l'évaluation de telles stratégies.

La couverture coopérative

Le comportement communautaire n'est pas résiduel par rapport à la vie économique. Comme mentionné dans la section précédente, il constitue un cadre indispensable aux interactions sociales. En conséquence, beaucoup de problèmes économiques importants peuvent être résolus de façon efficace par le biais de la coopération plutôt que par des opérations à but lucratif, particulièrement les problèmes de partage et de répartition des risques. Selon Shiller (2003, p. 93), la réciprocité est nécessaire au partage et à la gestion des risques, d'autant plus que ce concept comportemental fait défaut aujourd'hui.

Quoique l'assurance de type commercial soit largement adoptée, l'assurance mutuelle est également communément contractée. Aux Etats-Unis, environ la moitié des politiques d'assurance-vie sont établies par l'assurance mutuelle (Hansmann 1996). L'assurance coopérative jouit du partage et de la répartition des risques de l'assurance des entreprises, mais peut réduire les problèmes d'aléa moral et de conflit d'intérêts qui s'y rattachent. En outre, les preuves disponibles montrent que la structure mutuelle pourrait être plus stable que les structures d'actionnariat. Selon Gowland (1994), 60% des prêts et épargnes des actionnaires ont été au bord de la faillite au moment de la débâcle du S&L dans les années quatre-vingt, alors que 25% des sociétés mutuelles appartenaient à la même catégorie (Heffernan 1996, p. 294).

D'un point de vue islamique, l'assurance à caractère commercial est un contrat *Gharar*, et par conséquent il n'est pas acceptable. L'assurance coopérative, en revanche, est un accord à but non lucratif, et peut ainsi être

acceptée malgré les grandes incertitudes qu'elle comporte. La principale différence qui existe entre ces deux contrats, d'un point de vue islamique, est la responsabilité de la société d'assurance. Une compagnie d'assurance des entreprises (d'actionnariat) est obligée de payer les créances sans tenir compte du montant des fonds mis à disposition par les souscripteurs. Par ailleurs, l'assurance coopérative est limitée par le montant des fonds disponibles. Si les fonds ne sont pas suffisants, soit les souscripteurs versent le déficit de bon gré, soit l'indemnité est réduite proportionnellement aux fonds disponibles (Al-Dharir [12], p. 641 ; Al-Suwailem [9]). Cette structure de passif réduite et à but non lucratif renforce les primes d'encouragement visant à contrôler et à discipliner les membres pour éviter l'exploitation du système et, en conséquence, les problèmes d'aléa moral sont également réduits. En outre, dans la mesure où la spéculation improductive recherchée constitue le principal inconvénient des produits dérivés, la couverture mutuelle élimine cette spéculation en supprimant les bénéfices, laissant ainsi la place à une entente uniquement entre les opérateurs en couverture et non pas entre opérateurs en couverture et spéculateurs, comme c'est le cas pour les produits dérivés. Ceci montre les avantages de la répartition des risques sans pour autant créer d'autres risques qui épuisent les vraies ressources et menacent la stabilité du système.

Grâce aux accords de coopération, les investisseurs musulmans et les institutions islamiques peuvent s'unir afin de partager les risques encourus. Dans la mesure où il s'agit d'accords à but non lucratif, ces accords sont assez flexibles et peuvent s'adapter à toutes sortes de risques.

La couverture coopérative des risques de change

La couverture coopérative est une stratégie efficace pour les risques de change pour une simple raison : la Chari'a impose d'importantes mesures de restriction sur les opérations monétaires à but lucratif qui rendent pratiquement impossible la couverture classique. En conséquence, la stratégie de gestion des risques la plus convenable pour les risques de change passe par les techniques de coopération à but non lucratif.

Pour ce faire, il faut que les institutions islamiques créent un fonds de coopération visant à répartir et à partager les risques de change. Les membres du fonds doivent avoirs différents profils de risques afin de diversifier leurs risques de façon efficace. Chaque membre devra effectuer normalement ses

opérations mais devrait porter au crédit de son compte auprès du fonds tout profit ou toute perte de change sur les devises. Les excédents sont gardés pour servir de réserves en vue de la couverture des déficits éventuels. Les déficits initialement enregistrés sont couverts avec le capital initial fourni par les membres. Dans la mesure où les risques encourus par les membres ne sont pas corrélés, les profits et pertes seront annulés et les membres seront en mesure de couvrir leurs risques de change. Une structure détaillée du fonds pourrait être conçue selon les préférences des membres, mais la propriété de base reste une structure commune, c'est-à-dire que tous les risques du fonds seront, en fin de compte, assumés par les membres. C'est la réalisation du partage des risques dans sa forme puriste sans les conséquences négatives des transactions spéculatives. D'autres techniques de couverture des risques de change non communes seront présentées par la suite dans cette section.

L'ajustement mutuel bilatéral

Dans la mesure où les structures coopératives sont à but non lucratif, le nombre de membres n'est pas limité. Bien qu'un grand nombre de participants aide à diversifier les risques, l'absence d'une telle condition le rend très flexible en cas de limitation du nombre d'agents.

Cet aspect peut servir à concevoir le partage de risque bilatéral entre le financier et le client dans la finance islamique ordinaire. Considérons un client qui achète un actif par le biais d'un contrat à long terme. Le financier court le risque impliqué par la mutation des taux de rendement et voudrait bien se couvrir contre ce risque. S'il s'agit d'un contrat à bail, les deux parties peuvent convenir périodiquement du renouvellement du contrat par consentement mutuel (disons sur une base semestrielle). Le nouveau loyer reflétera alors les prix en vigueur. Mais supposons qu'il s'agisse de la *Murābaha* où le prix est une dette et ne peut, par conséquent, pas être augmenté. Comment les deux parties pourront-elles convenir d'une couverture bilatérale?

Il est possible de régler la situation de la manière suivante : si le taux de rendement augmente, le client fera un versement partiel plus important en échange de la réduction de son solde en conséquence. C'est-à-dire, qu'en faisant un versement plus important, le client accélère le paiement de sa dette, et par conséquent il réduit la durée du contrat. En ce qui concerne le financier, il obtient plus d'argent en espèces et par conséquent il peut l'utiliser au taux de rendement le plus élevé. Si le taux de rendement baisse, le client effectuerait des

versements de moindre importance mais avec un délai de paiement plus long. Le financier renonce à une partie de la liquidité, mais obtient d'autres paiements prévisibles. Dans tous les cas, le passif global reste immobilisé et ne peut aucunement augmenter. Ce qui change c'est le montant du versement et, par conséquent, l'échéance. En d'autres termes, la variabilité du taux de rendement se reflète dans la variabilité de la durée du contrat. Aucun paiement supplémentaire ne sera fait à part ceux spécifiés dans le contrat. Puisque ce changement est fait par consentement mutuel *au moment où le taux varie*, il n'existe aucune incertitude contestable dans le contrat. Aucune partie n'obtient quelque chose pour rien. Les versements les plus importants fournissent au financier des liquidités mais réduisent le délai de paiement. Les versements de moindre importance fournissent des liquidités au client mais prolongent le délai de paiement. Par conséquent, l'arrangement équilibre les droits et obligations de chaque partie de façon coopérative.

La couverture contractuelle

Cette stratégie met l'accent sur les instruments contractuels à but lucratif. Comme déjà discuté, en matière de finance islamique il est impossible de séparer les outils de gestion des risques à but lucratif des activités réelles. Par conséquent, un seul instrument va assurer la finance, la gestion des risques et la propriété. Il nous faudra examiner les principaux instruments islamiques pour voir comment les modifier afin qu'ils puissent intégrer la répartition des risques. L'approche adoptée ici est basée sur des stratégies de *mutation* et de *satisfaction* discutées dans la partie précédente.

La Mudārabah

La plus ancienne forme de financement des entreprises est la *Mudārabah* où le propriétaire du capital (*rab-ul-māl*) fournit le capital à l'agent (*mudārib*) qui l'utiliserait dans les projets d'entreprise. Les profits sont partagés sur la base de ratios prédéterminés. Il existe principalement trois types de risques impliqués :

1. le risque d'erreur de déclaration ;
2. le risque de perte ;
3. le risque de liquidité.

Puisque la *Mudārabah* représente un investissement réel, il n'y a pas de risque de liquidité important du point de vue de la Chari'a.

Le risque d'erreur de déclaration

C'est le risque le plus fréquent lié à la *Mudārabah* où l'agent pourrait annoncer des pertes alors qu'en réalité le projet fait des bénéfices. En faisant une erreur de déclaration, l'agent garderait l'ensemble des profits pour lui-même. Selon une enquête de Khalil et. al. (2002), l'erreur de déclaration est la principale raison pour laquelle les banques islamiques n'appliquent pas la *Mudārabah* aux actifs de leurs bilans.

Bien que la *Mudārabah* soit un mode de partage adopté, rien ne pourrait empêcher les banques d'être raisonnablement diligentes et de vérifier minutieusement les demandes de financement des entreprises. En fait, la pratique courante de l'emprunt traditionnel exige que les banques examinent de manière approfondie le bilan et la déclaration du revenu des demandeurs de crédit, ainsi que la gestion et la propriété. La banque n'accordera de crédit que si elle est suffisamment assurée que l'emprunteur est en mesure de rembourser de ses propres revenus. Les banques n'ont donc qu'un pas à franchir pour partager le revenu de l'emprunteur. Les banques islamiques devraient appliquer aux demandeurs de *Mudārabah* le même degré de diligence, voire un degré plus élevé, dans la mesure où elles sont exposées au risque de perte en cas de baisse. Cela signifie qu'en équilibre, les banques islamiques financeraient les meilleures entreprises pour réaliser un taux de réussite supérieur à celui des entreprises financées par la dette (al-Suwailem 2005*b*).

Cependant, dans certains cas, c'est le client qui pourrait refuser de partager le financement puisqu'il préfère garder tous les avantages et ne pas les partager avec la banque. Cela ne devrait pas être un obstacle puisque les deux parties peuvent accepter de partager les bénéfices sur la base d'un tarif régressif, c'est-à-dire des taux qui baissent pendant que les bénéfices augmentent. Cela permet ainsi de répondre aux préférences des clients sans sacrifier les avantages du partage.

La mudārabah basée sur le crédit

En ce qui concerne les petites entreprises ou les affaires personnelles, la banque peut appliquer ce qu'on pourrait généralement considérer comme « crédit *Mudārabah* ». C'est-à-dire que la banque ne fournira le capital qu'à l'issue

de la transaction ou de l'opération. Cette idée se fonde sur le point de vue hanbalite selon lequel la *Mudārabah* est, en fait, un contrat de travail et qu'il n'est donc pas nécessaire que le capital ou l'argent soit versé d'avance. Il devient en réalité une sorte de partenariat *wujuh,* également accepté par les écoles hanbalites et hanafites (Ibn Qudamah [5]). La banque pourrait ainsi passer un contrat *Mudārabah* avec le client, puis le mettre en contact avec les parties concernées pour convenir de l'accord et partager avec lui les bénéfices réalisés. Par exemple, l'agent ou le *mudārib* pourrait acheter du matériel sur la base d'un crédit à court terme, avec le droit de le résilier dans les quarante huit heures. Ensuite, il vend le matériel à l'acquéreur moyennant un bénéfice. L'agent présenterait alors à la banque les reçus délivrés lors de l'achat et de la vente contre lesquels la banque paierait le vendeur, obtiendrait le prix d'achat de l'acquéreur et verserait ensuite à l'agent la part de bénéfices convenue. Si, pour une raison quelconque, la dernière transaction venait à être annulée, la première pourrait également l'être. Ainsi, la banque ne paie que si l'affaire est conclue, ce qui réduit ainsi au minimum les risques de défaillance et d'erreur de déclaration.

Le risque du capital

En matière de *Mudārabah*, ainsi que dans toutes les autres formes de partenariat ou *Mushārakah*, les investisseurs sont exposés au risque de perte, c'est-à-dire le risque de perdre leur capital. Un paiement raisonnablement diligent et conditionnel peut réduire considérablement ces risques, comme nous l'avons abordé plus haut. D'autres options pourraient également s'avérer utiles.

Il existe une option qui consiste à combiner une vente différée avec le partenariat. Par exemple, au lieu de verser de l'argent à la société, le financier pourrait vendre les facteurs de production nécessaires à un prix retardé ainsi qu'une part définie des biens de la société. Cela permet au financier de couvrir les pertes en attendant de partager les profits.

Pour comprendre la logique de cette combinaison, rappelons que dans une vente retardée, le vendeur réclame une majoration fixe pour reporter les paiements. Si le vendeur est autorisé à obtenir un bénéfice fixe déterminé par la majoration, la détermination du bénéfice sur la base des performances de l'acquéreur paraît encore plus acceptable, dans la mesure où cela permet au vendeur de partager en partie, les risques auxquels l'acheteur est exposé.

Il faut noter que cette formule équivaut à la vente retardée avec rendement variable. Le rendement variable n'est cependant pas lié au LIBOR, ni à une autre référence de taux d'intérêt similaire. Il est plutôt lié aux bénéfices réels du client. Ceci dispense le client de la charge d'intérêts et permet en même temps à la banque d'obtenir un meilleur rendement. Il n'existe aucun conflit d'intérêts entre les deux, puisque la banque n'enregistre de rendement plus important que si le client en fait autant. De plus amples explications seront fournies plus loin sur ce point.

La couverture par un tiers

Il existe un autre moyen de couvrir les pertes par l'intermédiaire d'un tiers. Dans ce cas, l'investisseur ou le financier met de l'argent à la disposition de la société par le biais d'un partenariat ou *Mushārakah* par laquelle le financier devient un actionnaire (passif) dans la société. L'investisseur a par la suite la possibilité de vendre tout ou partie de sa part à un tiers. Par exemple, il peut vendre une partie, disons 95%, de ses actions pour un prix retardé équivalent à son capital et garder les 5% restants. Ce restant permet à l'investisseur de participer aux bénéfices de la société, alors que le prix retardé protège son investissement.

Le tiers (prenons la société d'assurance islamique) profite de la participation à cette société sans paiement au préalable et à un coût de majoration relativement faible. Ce qui est le plus intéressant dans cette affaire, c'est que la société ne supporte absolument aucune charge de la dette. Pour la société, l'investissement est toujours une forme de *Mushārakah*. Ainsi, le contrat permet à chaque partie d'en tirer profit.

La vente à tempérament

L'expression « vente à tempérament » ou *bayʿ jil* est très courante dans le jargon de la finance islamique. Les risques majeurs que comporte la vente réservée sont:

1. le risque de crédit ;
2. le risque de liquidité ;
3. le risque du taux de rendement.

Le risque de crédit peut, dans une large mesure, être considéré comme le risque de crédit classique. La banque peut prendre des garanties et nantissements pour protéger son investissement. En ce qui concerne le paiement en souffrance ou retardé, il ne servirait pas à grand-chose de faire payer le client et d'augmenter sa dette active. L'explication est simple : si un client ne peut pas ou ne veut pas payer, disons 1000, il sera encore moins disposé à payer 1200. Les frais ôteront aux clients pratiquement toute envie de rembourser. La solution immédiate, adoptée avec succès dans certaines banques islamiques réputées, consiste à avoir un accès direct au revenu du client. La banque pourra ainsi défalquer directement la somme due en temps opportun. Le taux de délinquance de ces banques est de moins de 0,3% ou 3 pour 1000, sans aucun frais de retard.

Le risque de liquidité

Etant donné que le prix retardé est une dette monétaire, il n'est pas permis, selon la Chari'a, de le vendre au comptant. Cela signifie que, pour les dettes à long terme, la banque pourrait s'exposer à des risques de liquidité, c.-à-d. qu'elle peut se trouver dans l'impossibilité de régler ces dettes ou de les titriser. Il existe au moins deux solutions à ce problème. La première consiste à échanger la dette contre des marchandises, à la place de l'argent liquide. Cela signifie que la banque peut se servir de la dette existante pour acheter des biens ou marchandises qu'elle veut financer par la *Murābaha*. La dette sera rachetée au rabais, de façon appropriée, mais cela ne pose aucun problème. Selon l'école malikite et Ibn Taymiah (al-Dharir [12]), il est permis d'échanger une dette contre de la marchandise (*dayn bi ʿayn*).

La deuxième solution consiste à combiner la dette monétaire avec des actifs réels dans un même portefeuille avec des dettes ne dépassant pas 50%, et ensuite titriser ce portefeuille. Les auteurs contemporains considèrent cette pratique comme licite puisque la majeure partie du portefeuille est constituée d'actifs réels qui peuvent être négociés au comptant. D'autres solutions font l'objet de discussion ci-dessous.

Le risque du taux de rendement

Comme indiqué plus haut, dans la mesure où le prix retardé constitue une dette, il ne peut être augmenté une fois la vente effectuée. Cela signifie que le fait d'appliquer un taux d'intérêt variable sur une vente réservée n'est pas

conforme aux principes de la Chari'a. Dans le cas d'une dette à long terme, les deux parties sont exposées au risque de variation du taux de rentabilité ou du taux de majoration. Puisqu'il s'agit d'un besoin légitime, nous sommes persuadés qu'il existe des solutions qui répondent parfaitement aux conditions de la Chari'a.

Nous avons déjà évoqué une solution commune. La variabilité du taux de rendement peut se refléter dans la variabilité de la durée du contrat grâce à la modification du montant des versements échelonnés. Si le taux du marché est en hausse, les deux parties acceptent mutuellement d'augmenter le montant du versement, ce qui réduit ainsi le délai. Réciproquement, si le taux du marché est en baisse, les deux parties acceptent de réduire le montant du versement et prolongent ainsi le délai. Cela ne modifie pas pour autant la rentabilité explicite de la dette, mais permet à la partie affectée d'obtenir des liquidités pour compenser les pertes de rendement. Cette solution est commune dans la mesure où l'ajustement doit être effectué par consentement mutuel au moment de la transaction. Cela ne doit pas, cependant, poser un problème, dans la mesure où aucune des parties n'obtient rien sans contrepartie, comme discuté plus haut. Par conséquent, cet accord est motivant, licite, et donc constant. Il est de l'intérêt des deux parties de convenir a posteriori du changement.

Le prix retardé diversifié

Le prix retardé diversifié est une solution plus globale (al-Suwailem 2005*a*). Prenons l'exemple d'une *Murābaha* appliquée à une personne morale ou une entité souveraine avec un délai de paiement de 20 ans et un taux annuel de 5,2%. Cela signifie que la majoration est de 51% du paiement total, alors que le capital représente 49%. Au lieu d'avoir l'intégralité de la dette en terme monétaire, la majoration pourrait être constituée d'actifs réels convenus par les parties. Il pourrait s'agir d'une valeur déterminée en marchandises, actions, en unité de fonds, en *Sukūk* ou une combinaison quelconque de ces éléments. Cette structure offre au financier les avantages suivants :

Premièrement, le prix retardé est en liquide, puisque les 51% sont constitués de biens réels et peuvent ainsi être échangés contre de l'argent liquide. Il peut alors être titrisé et émis sous forme de *Sukūk*.

Deuxièmement, les prix des actifs réels permettent au financier d'obtenir indirectement des revenus liés au marché. Plus les prix seront élevés, plus les recettes de ventes seront importantes et vice versa. Cela pourrait être plus

intéressant que le taux d'intérêt variable parce que ce dernier ne peut pas compenser la détérioration de la valeur de la monnaie. Par exemple, selon l'indice du Dollar américain de la chambre de commerce de New York, le Dollar a perdu 20% de sa valeur depuis le 11 septembre 2001. Par ailleurs, dans la même période, l'indice des marchandises du Dow Jones a notamment accusé une plus-value de plus de 60% (Figure 11). Un taux variable appliqué sur une dette libellé en Dollar n'aurait pas permis de recouvrer cette perte de valeurs, surtout avec la baisse des taux d'intérêt sur le Dollar. Dans le cas de la dette diversifiée, une grande partie de la valeur perdue aurait pu être recouvrée.

En ce qui concerne le débiteur, le prix diversifié pourrait le libérer de ses créances si la composante réelle correspond parfaitement à ses sources de revenus. Par exemple, une société pétrolière ou un pays exportateur de produits pétroliers pourrait choisir le pétrole comme étant l'actif principal de majoration. Une entreprise plus diversifiée pourrait choisir un panier plus diversifié de marchandises. Cela signifie que le débiteur s'expose à moins de risque que si la majoration avait été préétablie ou si elle était liée aux taux, sans tenir compte de ses revenus.

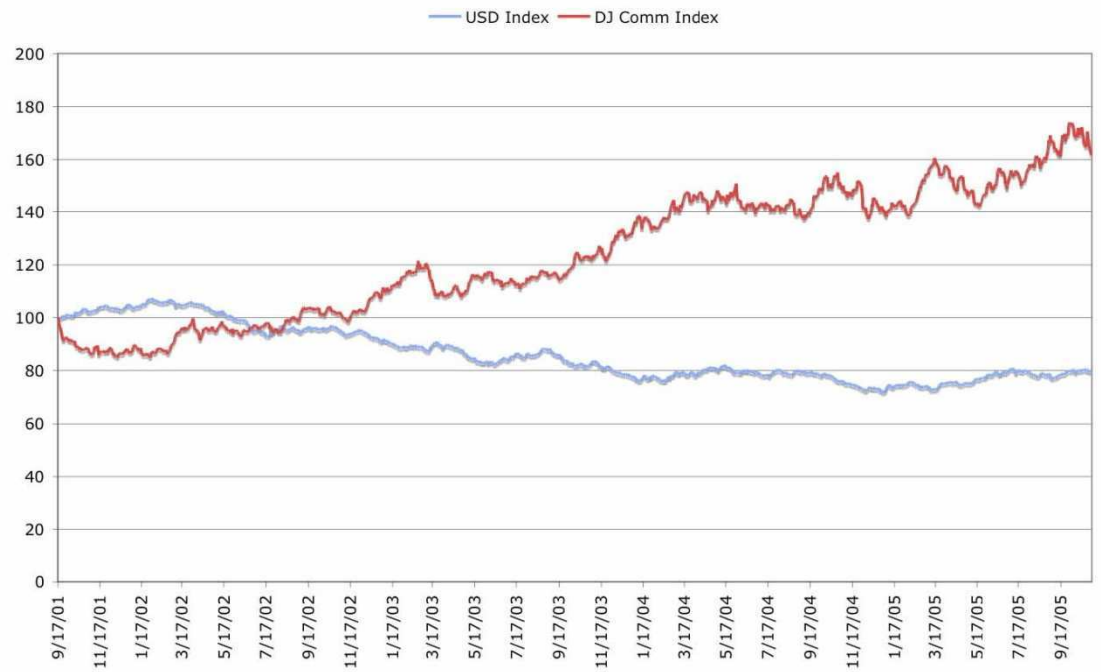

Figure 11 : Indice en Dollars US et Indice des matières premières du DJ

Source : nybot.com et djindexes.com

En fait, le choix des actifs, à la place des taux d'intérêt variables, pourrait profiter aux deux parties pour une raison macroéconomique. Il est connu que le taux d'intérêt et la production sont corrélés négativement. Par conséquent, une augmentation du taux d'intérêt implique une baisse de la performance économique et vice versa. Donc, une dette liée à l'intérêt produira des rendements plus importants au créditeur précisément lorsque les conditions économiques ne sont pas favorables à l'emprunteur. Inversement, quand l'emprunteur enregistre de bons rendements en raison d'un boom économique, le prêteur obtient de faibles rendements du fait du faible taux d'intérêt. Ce conflit d'intérêt n'existe pas si le prix est diversifié par le biais des actifs réels.

Les obligations indexées sur le cours d'une marchandise

La structure diversifiée est en quelque sorte proche des « obligations indexées sur le cours d'une marchandise ». Ces obligations sont structurées de telle sorte que le paiement de leurs coupons et/ou principal est déterminé par le prix de certaines marchandises (Dodd, 2005). Lessard (1986), Besley et Powell (1989) font partie des premiers à adhérer à cette théorie. Celle-ci fut appliquée à la fin du dix-neuvième et au début du vingtième siècle (Borensztein et. al. 2004). D'après les chercheurs du FMI, les obligations indexées sur le cours d'une marchandise, lorsqu'elles sont émises par les gouvernements permettent de prévenir ou de minimiser une crise de l'endettement, de promouvoir le partage des risques à l'échelle internationale et de faciliter l'ajustement des variables fiscales aux conditions économiques internes (Borensztein et. al. 2004). Atta-Mensah (2004) de la *Bank of Canada* soutient que ces types d'obligations indexées sur le cours des marchandises offrent aux pays producteurs de matière première une opportunité de disposer d'une valeur refuge contre les fluctuations dans leurs recettes d'exportation.

Les obligations indexées sur le cours d'une marchandise sont différentes du prix diversifié *Sukūk* en ce que les obligations consistent à échanger de l'argent contre de l'argent, tandis que le prix diversifié consiste à payer en nature et en espèces en échange d'un produit. Pourtant, les deux instruments fonctionnent dans le but de libérer l'emprunteur des charges d'intérêts et de lui fournir donc des options de partage de risques. Le *Salam* est un autre instrument du genre que nous allons aborder brièvement.

Le risque de change dans la Murābaha

Le risque de change peut faire partie du risque de capital et la diversification peut permettre indirectement d'avoir une valeur refuge. Sinon, la seule façon de couvrir des risques de change dans la *Murābaha* est de le transférer à la contrepartie. Si cette dernière représente une entité traditionnelle, elle peut recourir à des instruments classiques. Par exemple, si une banque islamique offre à un client une *Murābaha* en Euro, alors que le capital est en Dollar américain, le client devra payer en Dollar plutôt qu'en Euro. Le client peut, bien sûr, ne pas prendre ce risque, il pourrait arranger un transfert avec sa propre banque, afin que cette banque conventionnelle émette au compte de la banque islamique une garantie de paiement en Dollars américain. Les frais occasionnés par ces accords peuvent être inclus dans la facturation générale de l'opération. Si le client est une entité islamique qui peut ne pas utiliser de transferts, l'opération peut alors être effectuée par l'intermédiaire d'une « *Murābaha* parallèle » : la banque islamique vend en Dollar américain à la banque du client qui, à son tour, vend au client en Euro. Cette *Murābaha intermédiaire* peut être effectuée aussi bien par une entité traditionnelle que par une entité islamique, du moment que celle-ci est prête à prendre le risque. Le fait est que les risques de change peuvent être couverts *dans le cadre* de l'opération de *Murābaha et* non pas séparément. Ceci correspond à l'approche générale qui consiste à intégrer la gestion des risques aux activités réelles, comme nous l'avons abordé plus haut. Il permet la prise en compte de la gestion des risques dans les transactions portant sur l'accroissement de la valeur ajoutée, et fournit une couverture en attendant que la spéculation baisse.

Le Salam basé sur les valeurs

Le *Salam* était bien connu avant l'avènement du Prophète, paix et salut sur lui. Le versement d'une avance en échange d'une quantité spécifiée d'un bien déterminé offre une opportunité de financement au vendeur ainsi qu'une réduction de prix pour l'acheteur. Le problème principal posé par le *Salam* est relatif à la valeur du prix de la marchandise à échéance. Ce prix pourrait être très différent du prix attendu et l'écart pourrait résorber les bénéfices du paiement anticipé. Les fluctuations de prix constituaient un facteur instrumental après l'émergence de marchés d'instruments à terme. Du point de vue islamique, les instruments à terme ne sont pas conformes aux principes de la Chari'a, ils ne peuvent donc pas être une solution appropriée au problème.

Il existe plusieurs solutions pour faire face aux fluctuations des prix, mais il y en a une qui mérite un examen consciencieux. Il s'agit du *Salam* basé sur les valeurs (al-Suwailem 2005a) qui fonctionne comme suit : l'acheteur paix à l'avance l'intégralité du prix total de 10 000 en échange de pétrole, par exemple. Traditionnellement, la quantité de pétrole est déterminée d'avance, c'est-à-dire le nombre de barils à livrer à échéance. Dans le système du *Salam* basé sur les valeurs, la valeur est déterminée d'avance plutôt que la quantité. La valeur est définie comme étant la quantité multipliée par le prix unitaire ou le nombre de barils multiplié par le prix du baril. Supposons que la valeur convenue soit 11 000. Cela signifie que l'acheteur paie 10 000 pour une quantité de pétrole dont la valeur à échéance est de 11 000. A terme, le prix du baril est déterminé à partir du marché, ainsi, la quantité est également déterminée (en divisant la valeur par le prix du baril). Ainsi, si le prix du baril à terme est de 50, la quantité de pétrole à livrer est de 220 barils.

Cette forme de *Salam* a été approuvée par Ibn Taymiah et son opinion est mentionnée par Ibn Muflih, un éminent savant hanbalite sans aucune objection (al-Rajhi [13]). Dans cet accord, l'acheteur est en mesure de se couvrir contre les fluctuations des prix du produit futur. Si le prix à terme baisse, la quantité à livrer augmente pour compenser la réduction du prix. Si le prix monte, la quantité baisse, ainsi les fluctuations des prix sont intériorisées par la valeur déterminée dès le départ.

Discussion

Le Salam basé sur les valeurs peut, cependant, être remis en question du point de vue de la Chari'a pour deux raisons :

1. il enfreint les conditions classiques du *Salam* selon lesquelles la quantité de la marchandise doit être spécifiée à l'avance ;

2. il s'agit essentiellement d'échanger de l'argent contre de l'argent, ce qui est en fait une forme indirecte de *Riba* ;

A ces deux objections, on peut apporter les réponses suivantes :

1. la condition concernant la détermination de la quantité vise à éliminer toute possibilité de conflit. Une fois l'absence de conflit constatée, il ne

sera plus nécessaire de considérer la condition pour elle-même. Si la valeur est déterminée, il ne peut y avoir de conflit puisque toutes les variables seront déterminées à partir du marché ;

2. la formule n'est pas le *Riba*, ni dans sa forme, ni dans sa substance. Le résultat net de la transaction est un échange d'argent contre des produits et non pas un échange de l'argent contre de l'argent. L'acheteur reçoit à échéance des produits et non pas de l'argent. Le fait que la valeur de ces produits soit définie au préalable ne la rend pas répréhensible. Pas plus que la *murābaha*, pour laquelle la banque achète au comptant et vend en différé pour une majoration. Donc, les deux opérations, la *murābaha* et le *Salam* basé sur les valeurs sont en réalité équivalentes. La seule différence se trouve au niveau des procédures ;

3. il conviendrait de noter que le *Salam basé sur les valeurs* permet aux deux parties d'obtenir des avantages dans la transaction. En guise d'illustration, supposons que dans le premier exemple le vendeur soit une société pétrolière. Bien que le prix du marché à échéance soit 50, la société est très probablement en mesure d'obtenir du pétrole à bas prix, soit par des relations à long terme dans l'industrie, soit par ses propres réserves. Ainsi, si la société doit payer, disons 30 par baril, cela signifie que le coût total *réel* pour la société est de 6 600, ce qui est inférieur au prix total reçu. Ainsi, la société peut épargner 3 400, tandis que l'acheteur peut gagner 1000. Les deux parties gagnent dans l'opération. Cela n'aurait pas été possible pour un simple prêt, puisque les deux parties sont identiques à dessein. Ici, les deux parties sont différentes et cette différence leur permet d'en tirer profit ;

4. le *Salam basé sur des valeurs* est différent des artifices du R*iba*, tout comme le *Tawarruq* et le *'Einah*, dans une large mesure. Dans ces artifices, les mêmes produits pourraient être utilisés successivement par le même agent ou par d'autres dans le but de générer indéfiniment des dettes supplémentaires. Il n'existe aucune limite supérieure eu égard au nombre de fois que le produit est vendu à un prix différé puis revendu cash. Donc un seul produit pourrait, dans un délai très court, générer des dettes énormes comme c'est le cas présentement. Dans le *Salam*,

notamment le *Salam basé sur des valeurs,* cela est impossible puisque la dette est éteinte au moment même où le produit est livré. Cela veut dire qu'à aucun moment un seul produit ne peut générer une dette excédant sa valeur plus la majoration. L'instrument auto règlemente le montant de la dette générée et impose, au niveau interne, une limite supérieure à sa valeur éventuelle. Cela est conforme à la nature de la finance islamique en l'absence des artifices, puisque toutes les dettes sont utilisées pour financer des transactions réelles. Par conséquent, la valeur éventuelle d'une dette est déterminée par les activités réelles. C'est contraire à un système économique basé sur l'intérêt et dans lequel la dette peut croître indéfiniment, quelle que soit la valeur de l'économie réelle.

La liquidité du Salam

Le *Salam* basé sur des valeurs pourrait neutraliser le risque de prix. Mais qu'en est-il du risque de liquidité, particulièrement pour les contrats à long terme? La majorité des érudits soutiennent que le *Salam* ne peut pas être vendu car c'est une forme de vente avant la possession. L'école Malikite accepte de vendre la dette du *Salam* tant que le produit vendu n'est pas de la nourriture ou une autre denrée essentielle. Ibn Taymiah accepte la vente de la dette du *Salam* à un prix inférieur au prix initial pour éviter de gagner de l'argent sans pour autant assumer ses engagements financiers.

Cependant, un *Salam* parallèle peut être utilisé comme une solution alternative. L'acheteur peut vendre un nouveau contrat de *Salam* avec les mêmes caractéristiques que le contrat original. La différence est qu'il est alors responsable du nouveau Salam. Si le premier vendeur n'arrive pas à livrer, l'acheteur (le nouveau vendeur) doit le faire. La responsabilité des commerçants de *Salam* dans cette structure est similaire à celle des instruments négociables. La loi exige que les commerçants de ces instruments assument leur responsabilité si l'émetteur ne l'a pas fait, à moins que l'on ait indiqué qu'il « n'y a pas de recours » (par ex. West's Encyclopedia 1998). Il ne devrait pas y avoir de problème si la solvabilité du premier vendeur était satisfaisante. L'on tolère raisonnablement le risque quand il s'agit d'un grand nombre de commerçants qui vendent de petites portions du produit.

Le risque du taux de rendement

Le *Salam* basé sur des valeurs peut tenir compte de la protection du capital, tel que le fait la *murābaha*, mais il ne tient pas compte du rendement variable lié au marché. Pour tenir compte de cette option, il convient d'adopter une structure similaire à celle de la *murābaha* diversifiée. Le produit différé se compose à présent de deux éléments :

1. la composante basée sur des valeurs pour minimiser les pertes en capital ;

2. la composante basée sur la quantité pour tenir compte des recettes de ventes.

Ce qui veut dire que la forme classique du *Salam* est utile dans la mesure où elle expose les investisseurs au rendement du marché. Cependant, l'inconvénient est couvert par la forme basée sur des valeurs. Ce « *Salam* hybride » gère aussi bien le risque du capital que le risque de rendement. Le risque de liquidité est géré par un *Salam* parallèle.

Autres applications du Salam basé sur les valeurs

Le Salam basé sur les valeurs a été proposé en tant qu'instrument convenable pour l'émission du capital actions. Dans la finance de l'entreprise, il existe des théories décrivant la manière dont les entreprises décident de leur structure financière en termes de capitaux propres ou de dettes. Une théorie largement acceptée, « théorie du choix de la commande », est bâtie sur l'hypothèse de l'asymétrie d'information entre les directeurs de société et les investisseurs étrangers. Si les investisseurs étrangers sont moins informés que les managers internes, alors l'émission du capital actions pourrait envoyer un mauvais signal concernant l'entreprise.

Les investisseurs soupçonnent que les actifs existants de l'entreprise sont surévalués et que les directeurs essaient de l'exploiter en émettant de nouveaux capitaux actions avec un prix surévalué. En conséquence, le fait d'émettre un capital actions exerce une pression vers le bas sur les cours de l'action. Pour éviter les signes négatifs des actifs surévalués, Stewart Myers (2001), professeur de Finance à MIT, propose que les entreprises émettent « un capital actions différé » basé sur la valeur (p.95). Si l'information privilégiée risque d'être

révélée, disons en une année, l'entreprise peut émettre un nombre non spécifié de capital actions à un prix fixe s'élevant à disons 1000$, de telle sorte qu'un an plus tard les investisseurs auront un certain nombre d'actions égales à 1000$ divisé par le cours d'action en vigueur durant cette période. Cet instrument évite les problèmes d'information par rapport à l'émission du capital actions étant donné qu'aucune estimation particulière n'est donnée au capital actions au moment de l'émission, et à l'échéance l'information privilégiée pourrait être révélée. Cela montre que le *Salam* basé sur *les valeurs* a une valeur économique intrinsèque et n'est pas simplement un artifice pour le simple financement.

L'instrument peut également être utilisé pour créer une « monnaie locale ». Selon Gates (1998, pp. 155-156), en 1990, certaines communautés aux Etats-Unis ont émis un « Dollar » local échangeable contre de la nourriture. Ce qui veut dire que le Dollar local est émis en échange d'un nombre spécifique de Dollars américains et peut être échangé six mois plus tard, disons, contre de la nourriture ayant la même valeur. Ces Dollars locaux ont donc commencé à circuler compte tenu de la confiance accordée à l'émetteur. Cela a aidé la communauté à surmonter le problème des sources limitées de financement par la création de leur propre « monnaie ». Aussi, cela montre-t-il la richesse du *Salam* basé sur *les valeurs* et son large éventail d'applicabilité.

La structure de rentabilité de la couverture contractuelle

Les instruments susnommés ont en commun une structure de rentabilité similaire à celle des jeux à somme mixte. Ils tiennent comptent des résultats bénéfiques à tous, mais impliquent également la possibilité de résultat d'un jeu à somme nulle et de gagnant-perdant. Par exemple, dans le *Salam* basé sur les valeurs et la *murābaha* diversifiée, le débiteur pourrait ne pas être en mesure d'obtenir les produits à des prix raisonnables. De la même façon, en combinant la vente différée avec le partage, le débiteur pourrait ne pas générer des bénéfices et par conséquent, devient un perdant. Comme déjà discuté, les jeux mixtes sont acceptables à condition que le résultat positif soit l'objectif du jeu.

Cette structure combine le transfert de risque avec le gain réciproque, alors que les produits dérivés font un véritable transfert de risque sans aucune possibilité de gain réciproque. Cela signifie que les instruments islamiques fournissent les avantages de transfert de risque sans les coûts de conflit d'intérêts et du comportement relatif. En outre, les produits dérivés transfèrent les risques

à ceux qui veulent bien les assumer, mais pas nécessairement à ceux qui sont plus aptes à les gérer. Les instruments islamiques, par contre, ont tendance à affecter les risques à ceux qui sont plus disposés et plus aptes à les assumer. Cela découle de l'objectif du jeu qui est le gain réciproque par lequel les deux parties cherchent à créer de la valeur, pas simplement à échanger les risques. En conséquence, le risque est probablement à transférer à ceux qui sont plus aptes à contribuer à la création de la valeur, pas simplement à assumer les risques. Cela implique une meilleure aptitude à gérer de tels risques de façon plus productive.

Les institutions spécialisées dans la gestion des risques

Le paragraphe ci-dessus souligne également le besoin pour des institutions islamiques spécialisées dans la gestion des risques. La troisième partie concernant la couverture, par exemple, exige une telle entité. La couverture réciproque des risques de change et d'autres risques en est une autre. L'entité qui pratique la *Murābaha* intermédiaire pour la couverture des risques de change constitue un troisième exemple. Alors que les compagnies islamiques d'assurance représentent un pas dans cette direction, l'entreprise d'assurance traditionnelle ne répond plus à la gestion globale des risques d'investissement.

Nous avons soutenu au début l'idée que le risque doit être intégré aux transactions réelles, et cela pourrait paraître incompatible avec l'appel à des institutions spécialisées. En fait, il n'y a aucune contradiction entre les deux, puisque ces institutions doivent encore gérer les risques dans une approche intégrée, telle que proposé dans la troisième partie sur la couverture de risque. En outre, la couverture réciproque a besoin d'institutions dévouées pour gérer de telles ententes mutuelles. Par conséquent, le besoin des institutions spécialisées se fait sentir à partir du besoin général de gestion des risques islamiques professionnels, qu'il soit basé sur les techniques à but lucratif ou à but non lucratif.

Résumé

Le Tableau 2 résume les instruments islamiques proposés pour la couverture de risque. D'autres exemples sont fournis dans al-Suwailem [10]. Dans l'ensemble, il n'y a pas de limite concernant les outils de gestion de risque basés sur les normes de la Chari'a. Le principe général du gain réciproque et de la structure de gain bénéfique à tous est suffisant pour produire une variété

d'instruments qui tiennent compte du transfert de risque sans conflit d'intérêts, ni instabilité systémique. Les exemples ci-dessus indiquent la façon dont la stratégie marche ; autrement, chaque instrument mérite des recherches indépendantes par lesquelles des structures et des conditions détaillées sont établies afin de répondre aux besoins spécifiques des institutions islamiques.

Tableau 2 : les instruments islamiques de couverture

No.	Instrument	Risques couverts
1	Alignement actif-passif	Général
2	Couverture Dynamique	Général
3	Couverture mutuelle	Général
4	Couverture naturelle	Change, taux de rentabilité
5	Ajustement mutuel bilatéral	Taux de rentabilité
6	*Mudārabah* basé sur le crédit	Capital, erreur de déclaration
7	*Mushārakah* et vente différée	Capital, taux de rentabilité
8	Couverture par une tierce partie	Capital, taux de rentabilité
9	Prix différé diversifié	Capital, rendement, liquidité
10	*Murābaha* parallèle	Change
11	*Salam* hybride basé sur la valeur	Capital, rendement, liquidité

VIII

CONCLUSION

Le risque est un défi pour la finance islamique comme pour la finance classique. En dépit de toutes les techniques ingénieuses inventées pour la gestion du risque, les marchés internationaux deviennent de plus en plus instables, et les crises financières plus fréquentes et plus graves. Comme nous l'avons vu, en plus des questions morales et de droit, les instruments du risque conventionnel donnent des inquiétudes quant à l'instabilité systémique. Ces instruments peuvent être utilisés pour l'opération de couverture et pour le jeu de hasard, comme l'a souligné Kenneth Arrow, et il n'est pas du tout certain qu'ils seront axés sur les utilisations productives. Toutefois, les statistiques montrent clairement qu'ils sont davantage plus utilisés pour la spéculation et les activités comme le jeu de hasard que pour la couverture.

Les spécialistes sont d'accord sur le fait que le risque peut être géré mais non éliminé des activités économiques. « Pas de gain sans risque » est la première maxime du monde des affaires. Des progrès économiques ne peuvent être réalisés sans l'acceptation du risque. L'esprit d'entreprenariat est la force motrice de la prospérité, et la prise de risque est par conséquent une valeur morale essentielle.

Par conséquent, le défi à relever consiste à pouvoir distinguer ces deux fins opposées et à trouver des instruments qui servent de manière sélective la gestion précieuse du risque mais décourage le jeu de hasard et les comportements non productifs. De toute évidence, l'esprit humain, laissé à lui seul, ne résout pas ce dilemme. Cependant, l'orientation divine indique la bonne voie vers la solution. Les enseignements du Coran et du Prophète Mohammed, paix et salut sur lui, offrent le cadre nécessaire pour trouver la réponse à ce défi séculaire. Au cœur de ce cadre se trouve l'intégration de la gestion du risque et de la création de valeur. Cette intégration renforce l'efficacité économique tout en donnant libre accès à une créativité illimitée.

Le livre tente de mettre l'accent sur ce cadre en s'appuyant sur des exemples pratiques. Les instruments proposés couvrent un large éventail de risques, notamment le risque de capital, le risque de liquidité, le risque du taux de rentabilité ainsi que le risque de change. Les principaux modes de

financement islamique, c'est-à-dire la *Mudārabah*, la *Mushārakah*, la *Murābaha* et le *Salam*, sont examinés ainsi que la manière de gérer les risques connexes La discussion montre comment la Chari'a abonde de solutions véritables qui intègrent la gestion du risque à la création de valeurs. Toutefois, ces exemples et instruments ne sont nullement définitifs ou finals, mais indiquent avec optimisme les directions à suivre pour une recherche future fructueuse et féconde.

BIBLIOGRAPHIE

al-Jarhi, M. (2002) "Transactions in Conventional and Islamic Economies," dans H. Ahmed, ed., *Theoretical Foundations of Islamic Economics*, Institut islamique de recherche et de formation, Djeddah, Arabie Saoudite.

Allais, M. (1993) *The Monetary Conditions of an Economy of Markets*, Institut Islamique de recherche et de formation, Djeddah, Arabie Saoudite.

al-Suwailem, S. (1999) "Towards an Objective Measure of *Gharar* in Exchange," *Islamic Economic Studies*, vol. 7, pp. 61-102. Adresse site web : www.islamicfinance.net.

al-Suwailem, S. (2002) "Decision-making Under Uncertainty: An Islamic Perspective," in M. Iqbal and D. Llewellyn, eds., *Islamic Banking and Finance*, Edward Elgar.

al-Suwailem, S. (2005*a*) "Design of New *Sukūkl* Products," présenté à la Première Conférence internationale des marchés financiers islamiques, 16 - 17 mai, Bahreïn.

al-Suwailem, S. (2005*b*) "Optimal Sharing Contracts: Properties and Evolution," in M. Iqbal and T. Khan, eds., *Financial Engineering and Islamic Contracts*, Palgrave McMillan.

al-Yousef, Y. (2005) "Speculative Capital: An Islamic View," présenté à la 6ème Conférence internationale sur la Finance et l'Economie islamiques, 21-24 novembre, Djakarta, Indonésie.

Arrow, K. (1971) *Essays in Risk Bearing*, Markham Publishing Company.

Arrow, K. (2003), "Interview," in *Financial Engineering News*, Numéro de septembre/Octobre. Site web : www.fenews.com/fen33.

Ashkenas, R., D. Ulrich, T. Jick, and S. Kerr, eds. (2002) *The Boundaryless Organization*, Jossey-Bass.

Atta-Mensah, J. (2004) "Commodity-Linked Bonds: A Potential Means for Less-Developed Countries to Raise Foreign Capital," Bank of Canada Working Paper 2004-20, Ontario.

Banks, E. (2004) *The Credit Risk of Complex Derivatives*, 3rd ed., Palgrave McMillan.

Ben-Ner, A. and L. Putterman, eds. (1998) *Economics, Values, and Organization*, Cambridge University Press.

Bennett, P. (2004) "Why Are Capital Markets Catastrophic, and Are They Becoming More So?" dans *Handbook of World Stock, Derivative and Commodity Exchanges*, Mondovision, U.K. Site web : www.exchange-handbook.co.uk.

Bernstein, P. (1996) *Against the Gods*, John Wiley & Sons.

Bertismas, D., L. Kogan, and A. Lo (2001) "Hedging Derivative Securities and Incomplete Markets: An -Arbitrage Approach," *Operations Research*, vol. 49, pp. 372-397.

Besley, T. and A. Powell (1989) "Commodity-Indexed Debt in International Lending," World Bank PPR Working Papers Series 161, Washington, D.C.

Binmore, K. (1992) *Fun and Games: A Text on Game Theory*, D.C. Heath and Co.

Bodie, Z. and R. Merton (1998) *Finance*, Prentice Hall.

Borensztein, E., M. Chamon, O. Jeanne, P. Mauro, and J. Zettelmeyer (2004) *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*, IMF Occasional Paper 237, Washington D.C.

Borna, S. and J. Lowry (1987) "Gambling and Speculation," *Journal of Business Ethics*, vol. 6, pp. 219-224.

Buckman, R. (1997) *What You Really Need to Know about Cancer*, Johns Hopkins University Press.

Buffet, W. (2002) "Chairman's Letter," in *Annual Report*, Berkshire Hathaway Inc.

Chance, D. (1995) "A Chronology of Derivatives," *Derivatives Quarterly*, vol. 2, pp. 53-60.

Chance, D. (2003) "Hedging," in *DerivaQuote*, www.bus.lsu.edu/academics/finance/faculty.

Chapra, M.U. (2004) "The Case Against Interest," présenté à la Conférence internationale sur la Banque et la Finance islamiques, 5 – 7 janvier, Brunei.

Chorafas, D. (2003) *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Palgrave McMillan.

Covey, S. (1990) *The Seven Habits of Highly Effective People*, Simon and Suchster.

De Bono, E. (1970) *Lateral Thinking: Creativity Step by Step*, Harper & Row, Publishers.

DeGroot, M. (1986) *Probability and Statistics*, 2nd ed., Addison-Wesley.

Rapport mensuel du Deutsche Bundesbank (2003), Janvier.

Dodd, R. (2005) "Providing Credit in Times of Crisis," Financial Policy Forum, Derivatives Study Center, Washington, D.C. Web address: www.fiancialpolicy.org.

Drucker, P. (1999) "Innovate or Die," *The Economist*, 23 septembre.

Elster, J. (2000) *Ulysses Unbound: Studies in Rationality, Precommitment, and Constraints*, Cambridge University Press.

Evans, P. and T. Wurster (2000) *Blown to Bits: How the New Economics of Information Transforms Strategy*, Harvard Business School.

Financial Economists Roundtable (1994) "Statement on Derivatives Market and Financial Risk," FER, www.stanford.edu/~wfsharpe/art/fer/fer.htm.

Finnerty, J. (1988) "Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview," *Financial Management*, vol. 17, pp. 14-33.

Finnerty, J. (1994) "Financial Engineering," in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell, eds., *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, McMillan Press, vol. 2, pp. 56-63.

Freeman, R. (1993) "Finding a Cure for Derivatives: The Market Cancer," *The New Federalist*, September. Site web : members.tripod.com/~american_almanac/derives.htm.

Friedman, J. (1990) *Game Theory with Applications to Economics*, 2nd ed., Oxford University Press.

Gates, J. (1998) *The Ownership Solution: Toward a Shared Capitalism for the 21st Century*, Addison-Wesley.

Gigerenzer, G., P. Tedd, and the ABC Research Group (1999) *Simple Heuristics that Make Us Smart*, Oxford University Press.

Gintis, H. (2000) *Game Theory Evolving*, Princeton University Press.

Gintis, H., S. Bowles, R. Boyd, and E. Fehr, eds. (2005) *Moral Sentiments and Material Incentives: The Foundations of Cooperation in Economic Life*, MIT Press.

Goldberg, D. (1989) *Genetic Algorithms in Search, Optimization, and Machine Learning*, Addison-Wesley.

Gowland, P. (1994) *The Economics of Modern Banking*, Edward Elgar.

Greenspan, A. (1999) "Financial Derivatives," presented before the Futures Industry Association, Boca Raton, Florida, March 19. Web address: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999.

Greenspan, A. (2002) "International Financial Risk Management," presented before the Council on Foreign Relations, Washington, D.C., 19 novembre 19. Site web : www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002.

Greenspan, A. (2003) "Corporate Governance," présenté à la Conférence de 2003 sur la structure et la concurrence bancaires, Chicago, Illinois, 8 mai. Site Web : www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003.

Group of Thirty (1993) *Derivatives: Practices and Principles*, Washington, D.C.

Group of Thirty (1997) *Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk*, Washington, D.C.

Hansmann, H. (1996) *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press.

Heffernan, S. (1996) *Modern Banking in Theory and Practice*, John Wiley & Sons.

Hieronymus, T. (1977) *Economics of Futures Trading*, Commodity Research Bureau, New York.

Holland, J. (1995) *Hidden Order: How Adaptation Builds Complexity*, Basic Books.

Iqbal, Z. (1999) "Financial Engineering in Islamic Finance," *Thunderbird International Business Review*, vol. 41, pp. 541-559.

Islamic Financial Services Board (IFSB), (2005) "Guiding Principles of Risk Management," Kuala Lumpur, Malaisie.

Jehle, G.A. (1991) *Advanced Microeconomic Theory*, Prentice Hall.

Kelley, K. (1994) *Out of Control,* Basic Books.

Keynes, J. (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt Brace Jovanovich, Publishers.

Khalil, A., C. Rickwood, and V. Murinde (2002) "Evidence on Agency-contractual Problems in *Mudārabah* Financing Operations by Islamic Banks," in M. Iqbal and D. Llewellyn, eds., *Islamic Banking and Finance*, Edward Elgar.

Khan, M. and A. Mirakhor, eds. (1987) *Theoretical Studies in Islamic Banking*

and Finance, Institute of Islamic Studies, Texas.

Khan, T. and H. Ahmed (2001) *Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*, Institut islamique de recherche et de formation, Djeddah, Arabie Saoudite.

Köhler, H. (2004) "Building Shared Prosperity in the Americas," présenté au Sommet extraordinaire des Amériques, 12 janvier, Monterrey, Site Web : www.imf.org/external/np/speeches/2004/011204.htm.

Kreitner, R. (2000) "Speculation of Contract, or How Contract Law Stopped Worrying and Learned to Love Risk," *Columbia Law Review*, vol. 100, Mai, pp. 1096-1138.

Krugman, P. (1999) *The Return to Depression Economics*, W.W. Norton.
Leathers, C. and J.P. Raines (2004) "The Schumpeterian Role of Financial Innovations in the New Economy's Business Cycle," *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, pp. 667-681.

Lessard, D. (1986) "The Management of International Trade Risks," *The Geneva Papers in Risk and Insurance*, vol. 11, pp. 255-264.

LiPuma, E. and B. Lee (2005) "Financial Derivatives and the Rise of Circulation," *Economy and Society*, vol. 34, pp. 404-427.

Lowenstein, R. (2000) *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management*, Random House.

MacCrimmon, K. and D. Wehrung (1986) *Taking Risks: The Management of Uncertainty*, Free Press.

Mandelbrot, B. and R. Hudson (2004) *The (Mis)Behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Return*, Basic Books.

March, J. (1994) *A Primer on Decision Making*, Free Press.

Marshall, J. and V. Bansal (1992) *Financial Engineering*, New York Institute of Finance.

Mason, S., R. Merton, A. Perold, and P. Tufano (1995) *Cases in Financial Engineering*, Prentice Hall.

Merton, R. (1973) "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model," *Econometrica*, vol. 41, pp. 867-887.

Merton, R. (1992) "Financial Innovation and Economic Performance," *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 4, pp. 12-22.

Milgrom, P. and J. Roberts (1992) *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall.

Miller, M. (1986) "Financial Innovations: The Last Twenty Years and the Next," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, pp. 459-471.

Mitchell, M. (1998) *An Introduction to Genetic Algorithms*, MIT Press.

Myers, S. (2001) "Capital Structure," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, pp. 81-102.

North, D. (1990) *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press.

Obaidullah, M. (2005) *Islamic Financial Services*, King Abdul-Aziz University, Jeddah, Saudi Arabia.

Office of Comptroller of the Currency (2005) *OCC Bank Derivatives Report*, Second Quarter.

Pais, A. (1982) *Subtle is the Lord: The Science and the Life of Albert Einstein*, Oxford University Press.

Partnoy, F. (1997) "Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage," *Journal of Corporation Law*, vol. 22, pp. 211-227.

Partnoy, F. (2003) *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*, Henry Holt and Company.

Pilbeam, K. (2005) *Finance and Financial Markets*, 2nd ed., Palgrave McMillan.

Raines, J.P. and C. Leathers (1994) "Financial Derivative Instruments and Social Ethics," *Journal of Business Ethics*, vol. 13, pp. 197-204.

Saber, N. (1999*a*) *Speculative Capital*, vol. 1, Pearson Education Ltd.

Saber, N. (1999*b*) *Speculative Capital & Derivatives*, vol. 2, Pearson Education Ltd.

Santos, J. (2004) "A History of Futures Trading in the United States," in R. Whaples, ed., *EH.Net Encyclopedia*, www.eh.net.

Schelling, T. (1980) *The Strategy of Conflict*, Harvard University Press.

Shapira, Z. (1995) *Risk Taking: A Managerial Perspective*, Russell Sage Foundation.

Shiller, R. (2000) *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.

Shiller, R. (2003) *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, Princeton University Press.

Silber, W. (1983) "The Process of Financial Innovation," *American Economic Review*, vol. 73, pp. 89-95.

Slutz, R. (2004) "Should We Fear Derivatives?" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, pp. 173-192.

Sobel, J. (2005) "Interdependent Preferences and Reciprocity," *Journal of Economic Literature*, vol. 43, pp. 392-436.

Sornette, D. (2003) *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems*, Princeton University Press.

Sparks, D. (2000) "Business Won't Hedge the Euro Away," *BusinessWeek*, at: businessweek.com/2000/00_49/b3710177.htm. Spence, D., ed., (1997) *Introduction to Futures and Options*, Futures and Options Association, Woodhead Publishing Ltd.

Steinherr, A. (2000) *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, John Wiley & Sons.

Stiglitz, J. (2001) "Information and the Change in the Paradigm of Economics," Prize Lecture. Adresse Web : nobelprize.org/economics.

Stiglitz, J. (2002) *Globalization and its Discontents*, W.W. Norton & Co.

Stiglitz, J. (2003) "Dealing with Debt: How to Reform Global Financial System," *Harvard International Review*, pp. 54-59. Web address: hir.harvard.edu.

Sullivan, R. (2005) "Why Options?", au : www.optionsxpress.com.

Summa, J. (2003) "Do Option Sellers Have a Trading Edge?" *Investopedia*, au : www.investopedia.com.

Summers, L. and V. Summers (1989) "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for Securities Transaction Tax," *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, pp. 261-286.

Swan, E. (2000) *Building Global Market: A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International.

Teweles, R. and F. Jones (1987) *Futures Game: Who Wins, Who Loses, and Why*, 2nd ed., McGraw-Hill Book Company.

Tickell, A. (2000) "Dangerous Derivatives: Controlling and Creating Risks in International Money," *Geoforum*, vol. 31, pp. 87-99.

Tobin, J. (1978) "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, vol. 3, pp. 153-159.

Tumpel-Gugerell, G. (2003) “The Volatility of Financial Markets,” présenté à la Troisième Réunion financière internationale à Madrid, 1-2 juillet. Site Web : www.ecb.int.

West’s Encyclopedia of American Law (1998), West Publishing Co., disponible sur le site www.answers.com/topic/commercial-papers.

World Bank (2005) “Indicators of Finance,” series code [27]. Adresse Web : unstats.un.org.

Wright, R. (2000) *Nonzero: The Logic of Human Destiny*, Pantheon Books.

Varian, H. (1992) *Microeconomic Analysis*, 3rd ed., W.W. Norton.

Références en arabe

[1] ابن تيمية، أحمد بن عبد الحليم، بيان الدليل في بطلان التحليل، المكتب الإسلامي، ١٤١٨هـ.

[2] ابن تيمية، أحمد بن عبد الحليم، تفسير آيات أشكلت، مكتبة الرشد، ١٤١٥هـ.

[3] ابن تيمية، أحمد بن عبد الحليم، القواعد النورانية الفقهية، دار ابن الجوزي، ١٤٢٢هـ.

[4] ابن تيمية، أحمد بن عبد الحليم، مجموع الفتاوى، جمع عبد الرحمن ومحمد بن قاسم، الطبعة السعودية.

[5] ابن قدامة، عبد الله بن أحمد، المغني، هجر للطباعة والنشر، ١٤٠٩هـ، ١٩٨٩م.

[6] ابن القيم، محمد بن أبي بكر، إعلام الموقعين عن رب العالمين، دار ابن الجوزي، ١٤٢٣هـ.

[7] حسان، حسين حامد، 'حكم الشريعة الإسلامية في التأمين'، ضمن الاقتصاد الإسلامي، بحوث مختارة من المؤتمر الأول للاقتصاد الإسلامي، ١٤٠٠هـ، ١٩٨٠م.

[8] السويلم، سامي، 'صناعة الهندسة المالية'، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، الإسكندرية، ١٤٢١هـ، ٢٠٠٠م.

[9] السويلم، سامي، 'وقفات في قضية التأمين'، رجب ١٤٢٣هـ، ٢٠٠٣م.

[10] السويلم، سامي، 'البحث عن أدوات مبتكرة لإدارة المخاطر'، ندوة مخاطر المصرفية الإسلامية، المعهد المصرفي، الرياض، ١٤٢٤هـ، ٢٠٠٤م.

[11] الشاطبي، إبراهيم بن إسحاق، الموافقات، دار ابن عفان، ١٤١٧هـ، ١٩٩٧م.

[12] الضرير، الصديق محمد الأمين، الغرر وأثره في العقود، دار الجيل، ١٤١٠هـ، ١٩٩٠م.

[13] المجموعة الشرعية، 'السلم بسعر السوق يوم التسليم'، مصرف الراجحي، ١٤٢٣هـ، ٢٠٠٢م.

[14] منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العربية لتقنية المعلومات، ٢٠٠٦م.

﴿ وَآخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ ﴾

A PROPOS DE L'AUTEUR

Sami Ibrahim Al-Suwailem a obtenu sa licence ès sciences en 1987 à l'Université King Saud de Riyad. Il a obtenu son diplôme de master en économie en 1990, à l'Université de Southern Illinois à Carbondale, et en 1995, il a obtenu son Ph.D. en économie à l'Université de Washington, à St. Louis, Missouri. Il a rejoint Al Rajhi Bank en 1995 en qualité de conseiller principal, et en 1998, il est devenu Directeur de la Recherche et du Développement au Groupe Charia de la Banque. Il a rejoint l'IRTI en Décembre 2004.

A PROPOS DU LIVRE

Ce à quoi nous assistons avec la crise des crédits, déclenchée aux Etats-Unis et transformée à partir de l'été 2007 en crise financière mondiale, c'est à une défiance au niveau mondial envers les créances titrisées et les fonds d'investissement. Une aversion au risque et un mouvement de réévaluation de ce dernier semblent être les conséquences logiques de cette crise.

Parallèlement, mais sans lien avec la crise, la finance islamique connaît un grand boom, avec un marché qui est évalué entre 600 et 800 milliards de Dollars en 2007.

C'est dans le contexte de ces deux phénomènes, que rien ne semble lier a priori, que s'inscrit ce livre dont l'objectif est de montrer que la finance islamique peut être considérée, sinon comme une issue à la crise, du moins comme une alternative pouvant permettre à la finance internationale d'être plus axée sur l'activité économique réelle plutôt que d'être essentiellement orientée vers la spéculation, donnant ainsi à la notion de risque sa juste valeur : ni trop, ni trop peu.

La dernière décennie a été, en effet, témoin d'une tendance croissante dans l'instabilité des marchés et les crises financières. Durant cette période, les produits dérivés ont connu une croissance rapide et fulgurante. Toutefois, ces derniers n'ont pas aidé à stabiliser les marchés et à atténuer les crises. Ceci n'est pas difficile à expliquer, dans la mesure où les produits dérivés sont les principaux instruments de spéculation. Plus de 97% des opérations relatives aux produits dérivés visent la spéculation, alors que moins de 3% sont utilisés pour l'opération de couverture.

Le défi à relever porte, par conséquent, sur la recherche d'instruments qui permettent une gestion du risque productif sans une spéculation préjudiciable. D'où l'importance du thème de la finance islamique étudié dans ce livre. Sur la base des règles du Gharar, cette étude propose plusieurs instruments pour la gestion et la couverture des risques associés aux modes de financement islamiques.