

## Qu'est-ce qu'un droit de propriété international ?

**Jérôme Sgard**

*CEPII et Université de Paris-Dauphine*

### 1. Une globalisation partielle

Alors que le débat public considère qu'après dix années de croissance rapide l'économie mondiale est désormais globalisée, les économistes soulignent plutôt les nombreuses raisons pour lesquelles ce mouvement est encore partiel. Et, de fait, la distance est encore grande qui sépare la situation actuelle d'un hypothétique marché mondial, entièrement unifié. Cela étant, beaucoup de contributions académiques font aussi l'hypothèse, au moins dans leurs toutes premières phrases introductives, que la dynamique actuelle est un processus à peu près inéluctable, allant dans le sens de marchés toujours plus intégrés. Les problèmes de gouvernance nés de ce processus sont alors analysés en termes de retard, ou d'ajustement (très) frictionnel entre l'extension de l'initiative privée et des institutions publiques mal adaptées, et donc menacées d'archaïsme. Une grande partie des débats qui entourent l'évolution du Fonds monétaire international et de l'Organisation mondiale du commerce est, de fait, posée dans ces termes.

On défend ici que cet écart entre les marchés et les institutions est en fait durable, en raison notamment de la difficulté à faire converger les secondes vers un cadre international raisonnablement cohérent et prévisible. Les problèmes actuels de gouvernance tiendraient donc moins à des tensions au long d'un processus d'ajustement, qu'à cet état intermédiaire, mal défini, qui est porteur de risques nouveaux et dont en fait tout porte à penser qu'il va perdurer.

Il est utile pour expliciter cet argument de partir de l'enjeu des droits de propriété, qui sont avec la libre concurrence la clé de voûte de toute économie capitaliste. Ici l'expérience historique comme l'observation de l'économie mondiale appellent un même constat : ces droits, qui définissent concrètement la richesse de l'actionnaire, du banquier ou d'une multination-

nale, ne sont pas des données. Ce sont des artefacts, qui sont établis souvent difficilement, par des institutions qui doivent les garantir, mais qui elles-mêmes peuvent être faibles, corrompues, contestées ou simplement inefficaces. En Europe, l'établissement des droits de propriété privée a été un processus long et très conflictuel. En France, il a fallu la Révolution de 1789 pour briser les droits d'usages féodaux, et en Angleterre ce même processus, deux siècles plus tôt, a précipité un exode rural massif et une pauvreté de masse. Ces deux sociétés portent encore la trace de ces expériences <sup>(1)</sup>. Mais aujourd'hui l'économie mondiale est confrontée régulièrement à des problèmes de « communs » tout à fait comparables, c'est-à-dire à la définition de droits privés à partir d'un bien public fini, faisant l'objet d'une exploitation aux résultats inférieurs à l'optimum social : quotas de pêche, pompage des nappes phréatiques ou des grands fleuves, droits d'émettre des gaz à effet de serre, etc. <sup>(2)</sup>. Et chaque fois que des droits formels et exclusifs doivent être établis, on retrouve des problèmes très compacts : efficacité économique, équité sociale, défense de droits d'usage considérés comme acquis, enjeux éthiques sur lesquels l'accord au plan international est généralement difficile, sinon impossible. En d'autres termes, l'établissement et la défense de la propriété, au plan national et international, restent très conflictuels.

Sous cet angle, deux évolutions récentes éclairent les problèmes apparus dans les années 1990. D'abord, on a vu l'insertion étroite dans les échanges internationaux de pays dont les institutions économiques sont faibles, en particulier celles qui définissent la propriété. On peut prendre ici le cas emblématique de la loi de faillite, qui est une institution majeure de toute économie de marché, dont l'objet est de sanctionner l'insolvabilité, c'est-à-dire l'échec de l'entrepreneur capitaliste. Or, en Indonésie, à la veille de la crise de 1997, il n'y avait pas de procédure de ce type. En Thaïlande elle était réputée demander dix ans pour traiter chaque cas, et en Corée son application à un *chaebol* de taille moyenne a été une cause première de la sortie des capitaux, tant l'événement a pris de court les investisseurs. En Russie, enfin, son usage s'est quelque peu étendu au cours des dernières années, mais il est apparu qu'elle sert surtout d'instrument pour liquider les entreprises concurrentes et capter leurs actifs les plus rentables <sup>(3)</sup>. Il n'est guère étonnant, dans ces conditions, que la crise financière et la rupture

---

(1) On peut penser aussi au comportement des « oligarques » russes au cours des années quatre-vingt-dix. Après tout, la meilleure interprétation de la transition russe doit sans doute voir dans l'énorme pillage du bien public auquel elle a donné lieu, la résolution exceptionnellement inéquitable d'un « énorme problème de communs », c'est-à-dire de propriété indivise, ou non instituée. Voir Hardin (1968).

(2) Voir et Libecap (1989). On a aussi des problèmes symétriques, et tout aussi difficiles, de privatisation contestable d'un bien public, comme dans le cas du patrimoine génétique.

(3) Sur l'Asie, voir Stone (1998) et Radelet (1999) ; sur la Russie Zlotowski (2000) et Sonin et Zhuravskaya (2000). Pour une discussion plus générale de la faillite, voir Hart (1999).

massive des paiements privés aient entraîné dans tous ces pays une redistribution sauvage de la richesse, à grande échelle. En un mot, alors même que ces économies étaient étroitement insérées dans les marchés internationaux, la propriété a été trop faible pour résister à la crise : sa destruction a amplifié le choc sur les économies locales, et peut-être aussi la contagion internationale. On a certes affaire ici à des cas extrêmes, mais clairement la leçon a une portée plus large.

Seconde tendance, on constate que l'extension des échanges internationaux inclut désormais des enjeux institutionnels beaucoup plus complexes que dans les phases antérieures de libéralisation. Jusqu'aux années quatre-vingt incluses, celle-ci pouvait créer des problèmes sérieux d'ajustement, mais au moins les transactions elles-mêmes étaient simples et robustes. Cela parce qu'elles portaient principalement sur des biens tangibles, dont la propriété était entièrement transférée à l'acquéreur : à la limite l'échange pouvait prendre la forme du troc lorsque son infrastructure était très faible (cas des accords de compensation). De manière croissante, les échanges internationaux portent désormais sur des contrats intertemporels : on transfère provisoirement, et contre rémunération, certains droits d'usages attachés à la propriété, sans que celle-ci soit cédée. C'est donc une opération beaucoup plus complexe que l'acquisition d'une limousine japonaise : la cession provisoire d'un droit de propriété intellectuelle (brevet technologique, droit d'auteur, marque commerciale, etc.) expose celui qui concède ce droit à des risques majeurs de spoliation ou d'accaparement. D'un point de vue théorique, le bénéfice de l'échange reste inchangé par rapport au commerce de biens ; mais la part de ce bénéfice qui reviendra au vendeur – c'est-à-dire à l'inventeur – dépendra étroitement de la fiabilité de son partenaire, qui elle-même sera fortement déterminée par les institutions juridiques auquel il est soumis.

La portée de cette évolution est sous-estimée. La représentation commune voit la « globalisation » comme une mise en communication des marchés nationaux, autorisant une circulation toujours plus large des biens et des actifs, à la limite sans solution de continuité. La propriété serait donc un attribut intrinsèque des agents, dont ils pourraient disposer librement sur le marché mondial, c'est-à-dire user et abuser. Toute limitation à la libre circulation de ces droits est donc reçue comme une atteinte inadmissible à la liberté individuelle et aux règles du jeu commune. On l'a vu lorsque la Malaisie a établi un contrôle provisoire sur les sorties de capitaux, en septembre 1998 : ça a été l'esclandre.

Il est toutefois intéressant, pour prendre une mesure plus précise des problèmes sous-jacents, d'analyser plus en détail une évolution comparable, qui ne porte pas sur le commerce des droits intellectuels, mais sur les contrats intertemporels de nature financière. Ici aussi, en effet, on a observé une évolution de grande ampleur, qui a vu une large diversification des actifs échangés internationalement : crédits bancaires, obligations, actions, produits dérivés, etc. Or tous ont pour caractéristique, à nouveau, de porter

un enjeu de propriété très direct : jusque dans les années quatre-vingt, les mouvements de capitaux vers les économies en développement étaient presque exclusivement le fait des États qui contractaient une dette extérieure, ce qui n'exposait pas le marché à un risque de propriété au sens strict, et sans doute le rendait plus solide <sup>(4)</sup>. Une même évolution ressort ainsi sur les marchés de biens et de capitaux : en se déplaçant des biens tangibles et de la dette souveraine, aux droits de propriété intellectuels et financiers, la « frontière » de la globalisation expose beaucoup ces marchés à une vulnérabilité institutionnelle beaucoup plus forte qu'auparavant.

## 2. La gestion des défauts de paiement : dette souveraine vs dette privée

On se souvient en effet que la crise de la dette des années quatre-vingt a été gérée dans un cadre relativement simple, tant du point de vue de la négociation financière que des formes d'action collective qui la sous-tendaient. Ce cadre reposait sur la règle multilatérale établie à Bretton Woods, tout en s'inscrivant dans l'histoire plus ancienne des renégociations de dettes souveraines. C'est ainsi que les banques commerciales, représentées par le Club de Londres, ont été cooptées dans cette négociation organisée par des agents publics, au lieu de suivre une règle alternative, propre au secteur privé : leur inclusion dans la gestion de crise (le *burden sharing*) était obtenue de manière directe et explicite, à travers une règle de coordination hors marché arbitrée par le FMI. Au centre de cette méthode se trouvait le principe de *conditionnalité*, qui scellait l'échange d'engagements de politique économique contre une amélioration des conditions attachées au service de la dette. Confortée par le déboursement d'un crédit multilatéral, la conditionnalité assurait ainsi l'équilibre et la cohérence intertemporelle de l'accord entre l'emprunteur souverain et ses différents créanciers.

Cette méthode a eu un défaut majeur : elle n'a convergé que très lentement (1982-1989) sur un diagnostic d'insolvabilité appelant une réduction permanente des créances (*plan Brady*). Les conséquences ont été lourdes pour les pays endettés, tant au plan économique que social. Toutefois, *in fine* on a pu assurer une reprise rapide des marchés et éviter le désastre des années trente : à cette époque, aucune structure de renégociation des contrats, aucun cadre de partage des coûts d'ajustement, aucun soutien mul-

---

(4) On en veut pour preuve qu'historiquement le marché de la dette souveraine s'est développé beaucoup plus tôt et beaucoup plus largement que les flux internationaux purement privés. Sous l'étalon-or, dans la dernière période de globalisation financière, les investissements de portefeuille internationaux portaient en très large majorité sur les titres de dette publique ou sur les services publics présumés bénéficier d'une forme de garantie d'État (chemin de fer, service des eaux, canaux, etc.). Ce n'est que dans les dernières années avant 1914 que s'est développé un flux substantiels de titres privés. Voir notamment Lipson (1985).

bilatéral n'ont facilité la résolvabilisation et le retour ordonné des débiteurs sur les marchés. Très vite, la majorité d'entre eux a préféré rejeter le coût de l'ajustement et sortir de l'intégration internationale, par une forme ou une autre de répudiation et un retour au protectionnisme. Les marchés de capitaux internationaux mettront trente ans à se remettre de cet échec, et beaucoup de ces pays ne retrouveront l'accès au crédit international que dans les années soixante-dix.

Après l'expérience contrastée des années quatre-vingt, une nouvelle inflexion est cependant apparue, qui a entraîné une série d'innovations dans les règles d'intervention du FMI, centrée entre autres sur l'enjeu d'un éventuel prêteur en dernier ressort international. Un facteur est généralement mis en avant : le passage d'un financement des économies émergentes par le crédit bancaire à un financement de marché. De fait, ceci rend beaucoup plus difficile toute forme de renégociation des contrats, qui se heurte à des problèmes sérieux d'action collective et donc de *burden sharing*. De quelques centaines de banques, dominées par une vingtaine de *primi inter pares*, on est passé à des milliers d'investisseurs, de natures très diverses, soumis à des incitations souvent divergentes, et qui n'ont qu'un intérêt individuel limité à participer à un processus complexe de renégociation. Une série de propositions ont été faites pour répondre au risque d'un *opt out* généralisé et d'effondrement de la coordination : clause privée de renégociation des obligations, moratoire temporaire sur les paiements extérieurs, contrôle provisoire des capitaux, etc. Cela étant, contrairement aux années quatre-vingt, une solution universalisable aux « crises du XXI<sup>e</sup> siècle » reste encore à trouver.

On a déjà relevé toutefois qu'un second problème doit être pris en compte : alors qu'avant 1990 les emprunteurs souverains étaient à peu près les seuls émetteurs de dette internationale issus des économies émergentes, ils ont été rejoints depuis par un très grand nombre d'emprunteurs privés. C'est-à-dire des banques commerciales en premier lieu, mais aussi des entreprises non financières, des multinationales régionales ou d'anciens monopoles publics privatisés ; parfois même, comme on l'a vu en Thaïlande, en Indonésie ou en Russie, on a affaire à des firmes dont, à la réflexion, il a été difficile d'apprécier la qualité, les activités ou le bilan comptable. Certes, dans un monde de libre circulation des capitaux, faire un crédit ou acheter une obligation émise par de tels agents n'est pas compliqué. Mais toute défaillance de l'émetteur risque de mettre l'investisseur dans une situation inextricable : l'enjeu de la propriété devient tangible quand les échanges de marchés sont suspendus.

En effet, une défaillance sur un contrat financier privé, quel qu'il soit, pose des problèmes entièrement différents du cas d'un emprunteur souverain. Ce dernier accepte de renégocier sa dette extérieure parce qu'il est généralement dans son intérêt à long terme de préserver son accès aux marchés des capitaux, et donc sa réputation de débiteur scrupuleux. Son intérêt bien compris est donc le motif premier de la renégociation, indépendam-

ment de toute considération de propriété – d’ailleurs, on ne met pas un État en liquidation. En revanche, l’entreprise négocie avec ses créanciers si elle tient à sa réputation, c’est-à-dire si elle compte survivre, mais surtout si elle est exposée *in fine* à une menace de saisie et de liquidation de ses actifs. Les droits des créanciers sont ainsi garantis par l’autorité de l’État et par ses institutions judiciaires, sans lesquelles un risque de crédit incontrôlable interdirait en fait le développement de l’intermédiation. Corollaire, en cas de défaut en Russie ou en Thaïlande, l’investisseur doit en passer par le droit et les cours de faillite locales, par leurs règles de saisie de biens et de liquidation. Bien sur, ces procédures pourront être longues, inéquitables, voire spoliatrices : mais ceci est un risque qu’il lui revient d’apprécier et d’assumer. La globalisation est imparfaite.

La conséquence immédiate, d’un point de vue de régulation publique, est que la gestion des crises de paiements se fractionne entre débiteurs privés et souverains. Du coup, la transaction entre les engagements de politique économique et la stabilisation des paiements extérieurs devient imprévisible et l’efficacité *politique* de la conditionnalité décline. On a bien essayé d’intégrer des dettes privées dans la règle multilatérale : considérant le risque systémique encourus par les paiements internationaux, au Mexique (1995) comme en Thaïlande, en Indonésie et en Corée (1997-1998), les créances interbancaires ont été incluses dans les plans de stabilisation. Mais le résultat a été profondément inéquitable et porteur d’un aléa moral grave : les risques endossés par les banques internationales ont été de fait garantis par les États locaux, c’est-à-dire transférés aux contribuables – pour résumer, aux classes moyennes salariées qui ont aussi supporté le choc de la récession et du chômage. On revient donc au constat de départ : la règle multilatérale peut répondre à une crise de la dette souveraine mais face à une crise de dette privée, relevant d’un principe de propriété, elle est assez désarmée.

Cela suggère que les difficultés dues à l’institution de la propriété ne sauraient être renvoyées à un simple enjeu de bonne *application* des règles, dû lui-même à l’inégal développement institutionnel des pays : de vastes programmes internationaux d’*institution-building* régleraient alors le gros du problème. En fait, celui-ci découle aussi de la diversité *formelle* des régimes juridiques nationaux et de la difficulté de les coordonner dans un cadre commun, qui serait ainsi établi de plain-pied avec les marchés « globalisés ». Ici, l’expérience du Marché unique européen apporte un éclairage intéressant qui, sous bien des aspects, corrobore celui que fournissent les économies émergentes : la convergence des institutions qui supportent l’échange international risque d’être lente et conflictuelle.

### 3. Le modèle du Marché unique européen

L’Europe représente en effet aujourd’hui, à l’échelle régionale, la réponse la plus systématique qui ait été apportée aux enjeux institutionnels

de la globalisation. Le principe même du Marché unique illustre ce point : au-delà du Marché commun des années soixante, les principaux obstacles à une intégration accrue des économies européennes se trouvaient bien sur le plan de la régulation de l'activité économique et des échanges, c'est-à-dire sur le plan du « non tarifaire ». Tout l'effort commun développé depuis l'adoption de l'Acte unique européen, en 1985, a porté exactement sur ce point, et non pas sur les flux transfrontaliers proprement dits. C'est en développant toutes les conséquences du principe de mutuelle reconnaissance des normes, à partir d'une base minimale commune, que l'Europe est devenue le meilleur laboratoire de la « globalisation maîtrisée ».

À ce titre, on pourrait imaginer que la méthode définie en 1985 serve de modèle à d'autres pays ou régions. Tel est après tout l'objet de l'élargissement à l'Europe de l'Est : alors que ces pays sont déjà dans une zone de libre-échange avec l'Union européenne, ils négocient une intégration beaucoup plus profonde, qui demande l'adoption d'une infrastructure légale et institutionnelle infiniment plus solide et cohérente que dans le cas, par exemple, de l'ALENA ou de l'ASEAN. Dans le prolongement de cette démarche, et sans s'interroger ici sur le bien-fondé politique d'un tel projet, on pourrait très bien envisager qu'un jour l'Union européenne et les États-Unis s'engagent dans la direction d'une reconnaissance mutuelle des normes. On peut voir d'ailleurs les prémices d'une telle évolution dans les appels répétés des organisations multilatérales à l'adoption de « normes et de standards » internationaux, et à la généralisation des « meilleures pratiques » : ici aussi il s'agit d'homogénéiser l'espace « micro-institutionnel » de l'échange international <sup>(5)</sup>.

L'expérience européenne apprend toutefois que de nombreux obstacles s'opposeraient à une telle « universalisation du marché unique », comme principe constitutif d'une économie mondiale qui alors, peut-on penser, serait enfin entièrement globalisée. Cette expérience montre que les enjeux d'économie politique seraient bien plus complexes que tout ce qu'on a connu au cours des étapes antérieures de libéralisation commerciale. Cela, en particulier, parce qu'on ne toucherait plus à l'échange des biens mais à la définition de la propriété, dont on constate d'ailleurs que, plus de quarante ans après le Traité de Rome, elle a gardé des liens étroits avec les espaces juridiques nationaux.

Ici on peut multiplier les exemples. L'un d'eux est le statut de Société anonyme européenne, dont l'objet est bien la définition d'un sujet de droit européen, ajusté au nouvel espace global : ce projet envisagé dès les années 1960 n'a abouti qu'en 2000, mais encore le cadre ainsi défini est-il très dilué, si bien que l'on peut douter qu'il s'impose comme un statut

---

(5) Eichengreen et James (2001) soulignent que l'extension du libre-échange, dans les années 1860 et 1870, s'est accompagnée d'un appel puissant à l'établissement de normes internationales et à l'harmonisation des réglementations nationales, y compris sur les statistiques économiques.

de référence pour les grandes entreprises européennes (Fouassier, 2001 et Wymeersch, 2001). La raison de cet échec est principalement l'incapacité des États membres à se mettre d'accord sur les droits sociaux dans l'entreprise, par lesquels s'articulent les intérêts des actionnaires et ceux des salariés ; l'enjeu porte donc directement sur le contenu de la propriété. Exemple connexe, la directive européenne sur les Offres publiques d'achat a été rejetée au printemps 2001, notamment en raison de l'opposition des députés allemands au Parlement européen, malgré des années de travail préparatoire à la Commission. Le conflit portait sur la possibilité pour les entreprises de limiter les droits de vote lors des assemblées générales d'actionnaires, et donc de déconnecter l'enjeu du pouvoir sur l'entreprise de celui de la propriété, face à la pression de normes concurrentes de gouvernance et de sanction de l'investissement (Kirchner et Painter, 2000). Le droit des brevets technologiques, exemple s'il en est de droit de propriété intellectuelle, a rencontré le même type de problèmes : deux accords sur un cadre juridique communautaire ont été signés en 1975 puis en 1989, ce dernier entrant directement dans le projet de Marché unique ; mais même celui-ci, dix ans plus tard, n'était pas encore entré en vigueur, n'ayant été ratifié que par sept pays membres (Martinez, 2000).

Cela étant, le cas le plus frappant reste, à nouveau, celui de la loi de faillite. La Convention de Bruxelles de 1995, dont la ratification est elle aussi très lente, a fixé un cadre pour gérer les faillites transfrontalières, mais il ne s'agit que de règles de coordination entre procédures nationales : son objet est d'éviter les situations de concurrence entre procédures parallèles et ce texte n'a aucunement la force d'une directive européenne. En termes juridiques, l'Union européenne reste donc entièrement dans la règle dite de l'*exequatur*, qui est une décision judiciaire (prise par un tribunal) par laquelle un jugement de faillite prononcé à l'étranger est introduit dans la procédure de règlement nationale <sup>(6)</sup>. Alors même que l'intégration des économies implique des liens et des contrats transnationaux de plus en plus nombreux et complexes, la loi de faillite, comme le statut de l'entreprise, les droits de l'actionnaire ou ceux de la propriété intellectuelle, restent ainsi étroitement attachés aux cadres juridiques nationaux. Ceci n'implique pas que tous les conflits sur ces droits soient inextricables, loin de là : si tel était le cas, la construction européenne serait loin d'avoir atteint le point où elle est aujourd'hui et l'inventivité des juristes aurait été prise à défaut. Ce qui est important, c'est que ces conflits sur la propriété sont traités par la coordination des lois nationales. En d'autres termes, on peut avoir une monnaie unique, la définition de la propriété reste dans le domaine de la souveraineté nationale.

---

(6) La jurisprudence française précise ainsi que « ... avant la décision d'*exequatur* du jugement étranger de faillite, la société débitrice [n'est] pas dessaisie de ses biens situés en France et les créanciers français [conservent] le droit d'exercer des poursuites individuelles sur ces biens » (cité dans Remery, 1996, p. 61). Pour une discussion plus générale, voir Bebchuk et Guzman (1998) et Béghin (1994).



## 4. Quelles conséquences pour la régulation publique ?

Les divers éléments rassemblés ici font d'abord ressortir un paradoxe ancien. Comme l'ont rappelé les crises en Asie et en Russie, le capitalisme a une capacité irrépressible à étendre les échanges à des espaces qui ne répondent que très imparfaitement à ses propres règles ; mais comme son développement reste conditionné par un cadre juridique stable et prévisible, ce dynamisme est aussi une source de fragilité systémique. Autre constat, ces problèmes de gouvernance ne renvoient pas seulement à un ajustement institutionnel trop lent, dû par hypothèse à la résistance d'agents aveugles aux bienfaits du commerce. L'expérience du Marché unique européen montre combien, de manière générale, la convergence des régimes juridiques nationaux est un processus difficile lorsque sont en jeu la propriété et la sanction de la défaillance capitaliste. Ces droits sont en fait un pôle de résistance à la convergence des institutions économiques, y compris entre des pays dont les règles du jeu et les économies politiques sont par ailleurs très proches. Paradoxalement, des échanges plus intégrés au plan international deviennent donc plus vulnérables à la diversité locale du cadre institutionnel de l'échange. Ils ne mettent plus seulement en question l'accord entre les raisons d'État, comme dans le cadre multilatéral classique, mais aussi le bon fonctionnement et la capacité de coordination entre les institutions économiques nationales. Le paradigme du Marché unique européen reste ici le modèle de référence.

Ces constats suggèrent de prendre avec une dose de scepticisme l'élargissement de la conditionnalité du FMI aux normes de *good governance* : non seulement cette règle de coordination multilatérale est désormais affaiblie, mais on lui donnerait ainsi des objectifs particulièrement difficiles à atteindre. De même, on peut s'interroger sur le discours ambiant qui entoure la notion de *shareholder value* comme principe universel de gouvernance privée : ce thème semble surtout significatif d'un effort (idéologique) de systématisation du principe de propriété, plutôt que d'une évolution structurelle de l'économie mondiale. À ce titre, il promet surtout de nouvelles déconvenues.

Plus généralement, face aux incertitudes auxquelles est exposé l'échange international, la réponse endogène à la logique de marché est le laissez faire. Si certains biens ou certains actifs s'avèrent trop risqués, si certains pays ne régulent par correctement les droits des créanciers, alors l'expérience des investisseurs assurera l'autocorrection. Ces pays s'ajusteront ou ils seront marginalisés, et de fait les flux de capitaux vers le secteur privé indonésien ou russe sont désormais des plus limités. Le problème est que cette défaillance des institutions de marché risque d'exclure durablement des pays des bénéfices de l'échange. Avant cela, en ne considérant que le cas de la globalisation financière, on pourra subir aussi des crises systémiques à grande échelle, dont les coûts ne sont pas supportés uniquement par les seuls aventuriers qui ont acquis les actifs les plus douteux. Dès lors

que cette option lénifiante est laissée de côté, l'obsolescence des règles multilatérales, héritées des années quatre-vingt, laisse place à une problématique nettement plus complexe : il s'agit désormais d'identifier des instruments de régulation propres aux marchés financiers globalisés, mais aussi de les articuler à des procédures nationales, en particulier celles qui gèrent la restructuration des bilans privés. En d'autres termes, un bien public est présent sur ces deux plans, qui appelle des producteurs dont les actions sont mutuellement dépendantes.

Si tel est bien le problème principal, la réponse ne saurait porter sur les flux de capitaux, et notamment sur leur dimension « spéculative », toujours difficile à définir. Entre autres, elle ne saurait prendre la forme d'une taxe Tobin, qui ne peut rien en particulier contre les « crises du XXI<sup>e</sup> siècle », apparues depuis 1995, et dont on connaît désormais le coût économique et social exorbitant. Les risques les plus graves ne tiennent pas en effet à l'intensité des *flux* de capitaux, ou même à leur volatilité moyenne : ils tiennent aux actifs qui sont acquis – biens tangibles, dette souveraine, droits de propriété, actions, titres obligataires, etc. – et donc *in fine* au statut des agents qui s'engagent dans ces contrats et aux garanties institutionnelles auxquelles ils sont soumis.

De la même manière, un instrument purement global va se heurter directement à la fragmentation de l'espace « micro-institutionnel » sur lequel intervient. Ainsi, un prêteur en dernier ressort international sera confronté à la sanction de l'insolvabilité, qui est un préalable à son intervention, mais dont on a vu, par l'exemple de la loi de faillite, qu'elle est encore extrêmement variable d'un pays à l'autre. Une comparaison s'impose lorsque l'on considère l'évolution récente des marchés de capitaux internationaux : ils sont désormais dans une situation assez comparable à celle qui prévalait au XIX<sup>e</sup> siècle, aux États-Unis, quand on avait à la fois une intégration forte des flux de capitaux, une microstructure de marché fragmentée et pas de prêteur en dernier ressort. La stratégie de gestion de crise suivie à cette époque est éclairante : face aux crises de liquidité récurrentes, les autorités bloquaient la convertibilité en *cash* des dépôts privés, le temps de restructurer ou de liquider les banques atteintes par la panique. L'opération était douloureuse pour les déposants et investisseurs, elle pouvait perturber violemment la production et les échanges réels, mais au moins on pouvait espérer bloquer l'extension de la panique.

Aujourd'hui, cette stratégie a un équivalent, au plan international : c'est le contrôle provisoire sur les mouvements de capitaux à court terme. Son avantage principal est sa relative simplicité <sup>(7)</sup> et les problèmes limités d'action collective qu'elle soulève. Le risque est toutefois que la multiplication

---

(7) En fait, les contraintes principales portent plutôt sur le savoir-faire et les capacités administratives du pays qui prend une telle décision : les contrôles de capitaux sont tout sauf faciles à gérer. Selon Helleiner (1994), lorsqu'ils ont été supprimés en Grande-Bretagne, en 1978, leur gestion occupait un quart des effectifs de la Banque centrale.

de telles décisions porte atteinte au principe même de coordination internationale, face aux crises – c'est-à-dire à la nécessité d'une articulation entre stratégies locale et multilatérale. En 1998, la voie autonome de la Malaisie n'a pas menacé les règles de coordination économique internationales, mais si tous les pays d'Asie avait refusé de négocier avec le FMI, la situation aurait été grave. Or ce danger reste très présent : il faut craindre qu'à l'avenir, si on ne parvient pas à définir des stratégies efficaces de gestion de crise au plan multilatéral, qui incluent la possibilité d'un contrôle de change, les pays touchés par des chocs contagieux préféreront l'*opt out*. Un peu comme dans les années 1930, le retrait unilatéral des marchés leur paraîtra préférable à un scénario indonésien, contre lequel les stratégies actuelles du FMI ont été peu efficaces.

Il y a donc une réponse au risque de décoordination : c'est l'encadrement du contrôle de change dans un accord avec le FMI, c'est-à-dire dans le principe de conditionnalité. Cet instrument ne serait plus investi dans des mesures d'économie politique internes, à longue échéance et à la crédibilité douteuse, mais dans un programme de stabilisation à court terme, développé à l'abri de la contagion internationale, et qui apporterait des garanties aux investisseurs étrangers une fois qu'ils auront perdu l'option de la sortie. Qui plus est, une fois les paiements extérieurs suspendus, on voit réapparaître ces institutions normales de gestion de crise dont avait quelque peu perdu la trace depuis 1995 : la conditionnalité, mais aussi la règle de faillite locale avec toutes ces incertitudes, éventuellement le prêteur en dernier ressort national, puis les règles de renégociations des dettes souveraines qui prolongent les procédures classiques des années quatre-vingt. Quand au bien public porté spécifiquement par la stabilité des paiements internationaux, ses garants sont en fait bien connus : ce ne sont jamais que les principaux émetteurs de monnaie de réserve internationale – la Fed, puis la BCE et la Banque du Japon <sup>(8)</sup>.

---

(8) Les attaques terroristes à New York, en septembre 2001, ont vu pendant plusieurs jours les interventions en dernier ressort les plus larges jamais réalisées, dont l'objet était clairement la défense des marchés internationaux. Personne n'a suggéré alors de faire appel au FMI. Voir Contamin (2001).

## Références bibliographiques

- Bebchuk L.A., Guzman A.T. (1998) : « An Economic Analysis of Transnational Bankruptcies », *NBER Working Paper*, 6521.
- Béguin J. (1994) « Un îlot de résistance à l'internationalisation : le droit international des faillites » in *Mélanges en l'honneur d'Yvon Loussouarn*, Paris, Dalloz, pp. 31-56.
- Contamin R. (2001) : « 11 septembre 2001 : une crise de liquidité », *Flash Eco*, Crédit Agricole, Paris, 4 octobre.
- Eichengreen B. et H. James (2001) : « Monetary and Financial Reform in Two Eras of Globalization (and in Between) », *NBER*, mai.
- Fonds monétaire international (1999) : « Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crisis », *Policy Development and Review Department*, Washington, FMI, 75 p. avril.
- Fouassier C. (2001) : « Le statut de la "société européenne" : un nouvel instrument juridique au service des entreprises », *Revue du Marché Commun et de l'Union Européenne*, 445, février, pp. 85-88.
- Hardin G. (1968) : « The Tragedy of Commons », *Science*, 162, pp. 1243-48.
- Hart O. (1999) : *Different Approaches to Bankruptcy*, Miméo Harvard, novembre.
- Helleiner E. (1994) : *States and the Reemergence of Global Finance*, Ithaca, Cornell UP.
- Kirchner C. et R. Painter (2000) : *Towards a European Modified Business Judgment for Takeover Law*, Mimeo, Humbolt University, Berlin.
- Libecap G. (1989) : *Contracting for Property Rights*, Cambridge University Press, 132 p.
- Lipson Ch. (1985) : *Standing Guard, Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries*, University of California Press, Berkeley.
- Martinez F. (2000) : « Patents and the European Internal Market : Background and Recent Developments », *CEPS Working Paper*, 155, novembre.
- Radelet S. (1999) : « Orderly Workouts for Cross-Border Private Debt », *Development Discussion Papers*, Harvard Institute for International Development, n° 721, 29 p.
- Rémery J-P. (1996) : *La faillite internationale*, Paris, PUF, coll. « Que Sais-je ? », n° 3144.

- Sonin C. et E. Zhuravskaya (2000) : « Bankruptcies in Russia : Away From Creditor Protection and Restructuring », *Russian Economic Trends*, 9 : 1, mars, pp.6-12.
- Stone M. (1998) : « Corporate Debt restructuring in East Asia : Some Lessons from International Experience », IMF, *Paper on Policy Analysis and Assessment*, PPAA/98/13.
- Wymeersch E. (2001) : « Company Law in Europe and European Company Law », *Financial Law Institute Working Paper*, 2001-06, Ghent.
- Zlotowski Y. (2000) : *Le droit des créanciers en Russie : les risques d'une transition formelle vers l'économie de marché*, Miméo.