

# La régulation financière internationale

7. Avec la fin du XX<sup>e</sup> siècle, puis la crise financière de l'automne 2008 et ses prolongements, la globalisation et l'instabilité endémique des marchés financiers favorisent la prise de conscience de la dimension planétaire de la régulation qu'il convient d'édifier<sup>1</sup>. La société internationale recherche avec davantage de conviction des solutions, directes ou indirectes. Elles passent par des normes financières internationales, mais aussi l'action quotidienne d'organisations intergouvernementales ou de diverses instances publiques ou privées. Une normalisation comptable est également nécessaire afin que soient élaborés et respectés des standards internationaux destinés à renforcer la confiance envers les chiffres présentés par les entreprises, facteur essentiel du bon fonctionnement des marchés. Autrement dit, l'instabilité des marchés (I) incite à la coopération financière (II) et à la normalisation comptable (III).

## I. L'instabilité des marchés

8. Avant que n'éclate la crise financière de 2008, les transformations de l'économie financière étaient déjà évidentes, sans qu'un regard suffisamment attentif soit porté à leurs implications sur la stabilité des marchés.

### A. La transformation de l'économie financière

9. L'ingénierie financière connaît des évolutions considérables dès les années 1970-1980. Alors que le marché financier en pleine expansion ne parvient pas à participer efficacement au financement de l'économie, les restructurations sectorielles se multiplient et la méfiance envers la finance ne cesse de s'étendre.

#### 1. Le financement des entreprises

10. Jusqu'aux années 1970, les banques parviennent à financer encore très largement l'économie. Pour les grandes entreprises, le crédit bancaire représente souvent plus de

---

1. Cf. Bastidon G., Brasseur J. (sous la dir. de), *Histoire de la globalisation financière: essor, crises et perspectives des marchés financiers internationaux*, Armand Colin, 2010; Jacquillat B. (coord. par), *Peut-on faire confiance aux marchés financiers ?*, Descartes & Cie, 2003.

la moitié des financements externes (autofinancement exclu). Son faible coût – lié à un fort taux d'inflation – est un puissant encouragement à l'endettement pour réaliser les investissements nécessaires. Les marchés financiers restent une source marginale de financement. C'est à partir des années 1980 que l'on assiste à un net recul des crédits bancaires aux entreprises occidentales : s'ils représentent encore le tiers de leurs ressources au début de cette période, ils chutent rapidement<sup>1</sup>. Cette évolution défavorable est compensée par un recours intensif à l'émission de titres sur les marchés financiers, favorisée par la réduction sensible de l'inflation qui augmente désormais le coût réel des emprunts. Ce processus est encouragé par la libéralisation des mouvements de capitaux, la déréglementation progressive de marchés accessibles à des intervenants de plus en plus hétérogènes et nombreux, mais aussi la diversification des opérations. Les marchés financiers deviennent la première source de financement, un fer de lance de l'activité économique.

**11.** Avec les crises successives asiatique (1997)<sup>2</sup>, russe (1998)<sup>3</sup> et de la *Net economy* (2000), les marchés financiers sont néanmoins rapidement en difficultés. Un grand nombre de sociétés faiblement capitalisées y accède difficilement, la plupart des secteurs économiques sont perturbés – notamment ceux des nouvelles technologies ou de la communication –, même la baisse des taux d'intérêt pratiqués par les banques centrales des États a désormais peu d'effets favorables sur l'économie. En 2004, on constate que les sociétés européennes ont versé 199 milliards d'euros de dividendes à leurs actionnaires et consacré 30 milliards d'euros aux rachats de leurs actions, alors que les augmentations de capital, les introductions en Bourse et les placements ne dépassent pas 110 milliards d'euros<sup>4</sup>. Elles ont donc distribué près de 120 milliards d'euros de plus que le capital qu'elles avaient obtenu sur les marchés financiers. De surcroît, si 47 nouvelles entreprises ont été admises à la Bourse de Paris, 46 ont été radiées. Cette situation de stagnation des sociétés cotées en bourse se retrouve dans la plupart des pays occidentaux.

## 2. Les restructurations sectorielles

**12.** Les banques et les assurances connaissent une profonde mutation de leurs activités et s'ouvrent à des perspectives de développement transfrontalier et de concentration à

---

1. Cf. *Alternatives économiques*, n° 147, 1997.

2. La crise asiatique (1997) est consécutive à la décision de laisser flotter le baht thaïlandais qui produisit un régime particulièrement flexible des changes, une dépréciation des monnaies et un recul de la valeur des actifs. Cf. Navarro M., « Retour sur la crise asiatique », *Regards croisés sur l'économie*, 2008, n° 3, p. 273 et s.

3. La crise russe (1998), qui affecte les marchés obligataires, est provoquée par la quasi-faillite d'un très grand fond spéculatif (*Hedge Fund Term Capital Management*).

4. Cf. *Le Monde* du 2 février 2005.

partir des années 1990<sup>1</sup>. En 1996, le groupe AXA rachète au terme d'une offre publique d'échange (OPE) l'assureur UAP, et développe par la suite son assise internationale par une série d'acquisitions (assureurs suisse, mexicain, portugais). En 2002, le groupe Allianz – qui est l'ancien propriétaire de la Dresdner Bank – lance une offre publique d'achat (OPA) sur le groupe français AGF lui permettant de racheter la totalité de ses actions ; il se diversifie alors entre l'assurance-vie et l'assurance-dommages afin de devenir le premier assureur européen. De plus en plus d'entreprises financières opèrent maintenant sur un marché global qui comprend des opérations bancaires, des interventions sur les marchés de titres et l'exercice des métiers de l'assurance<sup>2</sup>. Les conglomérats financiers – entreprises qui possèdent des activités au sein de secteurs très différents (marchés, banque, assurance) – se développent afin d'être en mesure de réagir aux difficultés des marchés<sup>3</sup>. De surcroît, la monnaie unique européenne élimine, dès son lancement, le risque de change dans les portefeuilles de titres cotés de la zone euro. Autant de facteurs qui ne peuvent qu'encourager à la globalisation et l'intégration des marchés<sup>4</sup>.

**13.** Les marchés boursiers réglementés sont désormais gérés par des entreprises de droit commun, parfois cotées en Bourse. L'ingénierie financière leur permet d'émettre des instruments d'appel à l'épargne qui bouleversent les cadres juridiques et techniques traditionnels. Les standards comptables et les instruments classiques de l'analyse du risque sont remis en cause. Au début du XX<sup>e</sup> siècle, les États-Unis représentaient moins de 15 % de la capitalisation mondiale, devancés par le Royaume-Uni (25 %), *Wall Street* représentera un siècle plus tard la moitié de cette capitalisation. En réaction, les plateformes régionales se développent en Europe, en Amérique du Nord, en Amérique latine et en Asie du Sud-Est. Il existe une soixantaine de places boursières principales dans le monde destinées à l'achat et la vente d'actions, d'obligations et de titres. Aux plateformes situées dans des bâtiments (physiques), il faut ajouter les plateformes en ligne (électroniques). On peut mentionner la dizaine qui par la taille, la capitalisation boursière ou le volume des transactions occupe le haut du pavé : New York Stock Exchange (NYSE) et Nasdaq aux États-Unis, Tokyo Stock Exchange (TSE) au Japon, Shanghai Stock Exchange (SSE), Shenzhen Stock Exchange (SZSE) et Hong Kong Stock Exchange (SEHK) en Chine, London Stock Exchange (LSE) au Royaume-Uni,

---

1. Acharya V. V., Biggs J., Richardson M., Ryan S., *On the Financial Regulation of Insurance Companies*, NYU Stern School of Business, 2008.

2. Ballageer D., « Basel III Reforms, Banking Union and Bail-In-Five Years In », *RD bancaire et fin.*, 2017, n° 3, p. 147 et s.

3. Cf. Rousille M., « La régulation transfrontalière des conglomérats financiers », *Bull. Joly Bourse*, 2016, n° 61, p. 35 et s.

4. Moschetto B., Moschetto B.-L., *Crises financières et régulations bancaires*, PUF, 2017 ; Boissieu C. de, Couppey-Soubeyran J., *Les systèmes financiers : mutations, crises et régulation*, Economica, 4<sup>e</sup> éd., 2013 ; BIS Annual Conference (11<sup>th</sup>), 21-22 juin 2012, « The Future of Financial Globalisation », *BIS Papers*, n° 69, déc. 2012.

Euronext Stock Exchange en Europe, Toronto Stock Exchange (TSX) au Canada, Deutsche Börse (FWB) en Allemagne<sup>1</sup>.

14. L'internationalisation des grandes places boursières de la planète est encouragée par la restructuration et le perfectionnement des techniques de traitement et de diffusion des données<sup>2</sup>. Les places boursières passent entre elles des alliances pour créer des synergies, améliorer leur positionnement qualitatif et tarifaire afin d'offrir aux investisseurs une liquidité accrue tout en réduisant les coûts de transaction<sup>3</sup>. Euronext a été la première plateforme boursière de ce type créée en Europe : elle est née de la fusion des bourses d'actions et de produits dérivés d'Amsterdam, Bruxelles, Paris, Lisbonne, et de la bourse anglaise de produits dérivés (Liffe) en 2000-2002. Euronext a finalement fusionné avec le *New York Stock Exchange* (NYSE) en 2007, devenant le Nyse-Euronext, avant de se diversifier dans les années 2010. De surcroît, les grandes places financières américaines et européennes multiplient les prises de participation et les partenariats avec leurs homologues des pays émergents, notamment Bombay Stock Exchange, Korean Stock Exchange ou Shanghai Stock Exchange.

### 3. La méfiance envers les marchés

15. Le mimétisme entre les opérateurs, la réaction excessive aux informations et la pratique des anticipations encouragent la volatilité et la variation brusque des cours boursiers. La prévalence est désormais accordée aux résultats financiers à court terme, au détriment des perspectives économiques des entreprises à long terme. La multiplication des scandales financiers crée également des doutes sur la qualité et la sincérité de l'information financière et comptable. Les fausses informations, les manipulations frauduleuses, les pratiques condamnables au regard de l'intérêt des épargnants ou des conflits d'intérêts deviennent monnaies courantes.

16. Les indices boursiers sont primordiaux pour apprécier les tendances des marchés. Ils sont généralement calculés en points et cotent « en continu » (toutes les 15 à 30 secondes). Les plus connus sont le Dow Jones (créé dès 1928) et le Nasdaq composite aux États-Unis, le Nikkei 225 au Japon, le Dax 30 en Allemagne, le FTSE 100 au Royaume-Uni ou le CAC 40 en France. Le CAC 40 (cotation assistée en continu) prend en compte les quarante plus fortes capitalisations à la Bourse de Paris (AXA, BNP Paribas, Engie, Essilor, Michelin, Renault...). Principal indice boursier du marché français, il connaît une forte croissance entre 1997 et 2000<sup>4</sup>. En moins de quatre

---

1. En 2018, NYSE dispose d'une capitalisation de 23 000 milliards de dollars, Nasdaq de 11 000 milliards, TSE de 6 000 milliards, SSE de 5 000 milliards.

2. Fontaine P., *Les marchés financiers internationaux*, PUF, 2011.

3. Cf. Lefèvre C., Le Bideau J.-L., *Euronext : une bourse européenne reconnue sur la scène internationale*, Université Panthéon-Sorbonne-Paris I, 2003 ; *Euronext : organisation et fonctionnement*, NV Euronext, 2002.

4. Le CAC 40 a été créé avec 1 000 points de base au 31 décembre 1987.

ans, sa valeur est multipliée par trois. Il atteint son record historique le 4 septembre 2000 (6922 points). Mais il a déjà perdu plus de 60 % de sa valeur dès le 12 mars 2003 (2401 points), revenant à son niveau de 1997. Ensuite, une remontée sensible s'installe ; le CAC 40 atteint à nouveau la barre des 4000 points en février 2005, puis dépasse le seuil des 6000 points en mai 2007 grâce à une certaine relance de l'activité économique mondiale. La crise financière de 2008 le fragilise à nouveau (3200 points). Après la perte par la France de son « triple A » par l'une des trois grandes agences mondiales de notation (*Standard & Poor's*), il dépasse à peine les 3100 points en janvier 2009. Il atteindra toutefois, à la suite d'une remontée progressive, les 6003 points dès le 16 décembre 2019<sup>1</sup>. Si cette instabilité boursière, qui se constate sur la plupart des bourses mondiales, a accompagné les restructurations économiques, elle a aussi contribué à pérenniser un climat financier perturbé par de grands scandales financiers.

17. Aux États-Unis, Enron, septième entreprise américaine, numéro un mondial du négoce de l'énergie, dépose son bilan en décembre 2001, après l'annonce d'un détournement de fonds de plus de 100 milliards de dollars, alors qu'elle présente 67 milliards de dollars de capitalisation boursière, un chiffre d'affaires triplé et un cours de Bourse multiplié par dix entre 1998 et 2000<sup>2</sup>. Cette faillite entraîne une forte perte de confiance du capitalisme populaire américain. Le dévoiement des règles comptables par quelques dirigeants a permis d'afficher des bénéfices artificiels pour rassurer les marchés financiers ; la manipulation du cours des actions valorisait les *stock-options* dont ils étaient titulaires<sup>3</sup>. L'insuffisance professionnelle du cabinet d'audit Arthur Andersen et les conflits d'intérêts des analystes financiers ou des intermédiaires avaient facilité la dissimulation de centaines de millions de dollars de dettes et permis d'échapper à l'impôt sur les sociétés. L'affaire Enron n'a pas été un phénomène isolé : Dynegy, WorldCom et Xerox sont également accusés en 2002 d'avoir manipulé leurs comptes, mettant en évidence les défaillances des systèmes d'audit<sup>4</sup>. Le 12 décembre 2008, l'homme d'affaires américain Bernard Madoff est arrêté par le FBI, et mis en examen pour une escroquerie évaluée ensuite à plus de 65 milliards de dollars : il lui est reproché d'avoir constitué un fonds d'investissement spéculatif géré avec discrétion par une société parallèle qui empêcha le régulateur financier américain (*Securities and Exchange Commission* – SEC) d'en appréhender l'ampleur. Une escroquerie du type « Ponzi », liée à un effet de cavalerie – qui consiste à verser des intérêts aux premiers investisseurs avec les capitaux apportés par les derniers entrés –, avait fait tellement prospérer son fonds qu'il ne put faire face aux demandes de retrait quand le scandale

1. Le CAC 40 a progressé de 56 % dans les années 2010, mais le Dow Jones a bondi de 169 % et le Nasdaq 100 de 299 %.

2. Cf. Chassany A.-S., Lacour J.-P., *La faillite qui ébranla l'Amérique*, éd. Nicolas Philippe, 2003 ; Frison-Roche M.-A. (sous la dir. de), *Les leçons d'Enron*, éd. Autrement, 2003.

3. Les *stock-options* sont des droits attribués au personnel d'encadrement lui permettant d'obtenir à des conditions spécifiques avantageuses des titres de l'entreprise.

4. Cf. Rontchevsky N., « L'onde de choc des scandales financiers », *RTD com.*, 2004, p. 122 et s.

éclata. Il a finalement été condamné, le 29 juin 2009, à 150 ans de prison par le tribunal de New York, et purge cette peine dans un établissement de Caroline du Nord.

**18.** En Italie, un trou financier de 14 milliards d'euros fut découvert en 2002 dans les comptes de la société de produits laitiers Parmalat. Son patron, Calisto Tanzi, démissionna, avant d'être arrêté le 27 décembre. L'entreprise perdit en un mois 66 % de sa valeur boursière. Plusieurs sociétés « écrans » avaient été constituées à l'aide de prête-noms au Luxembourg. Le procès s'ouvrit en juin 2006 à Parme contre C. Tanzi, certains proches et des cabinets d'audit pour « banqueroute frauduleuse, faux bilans, associations de malfaiteurs et fausses communications ». En 2011, le groupe Lactalis a finalement pris le contrôle de Parmalat (83,3 % de son capital).

**19.** Les premières règles de gouvernement d'entreprise (*corporate governance*) ont été formalisées aux États-Unis, et reprises au Royaume-Uni, avant d'être développées en Europe continentale dès la fin des années 1990<sup>1</sup>. Elles tendent à réduire l'autorité des managers sur les conseils d'administration, à les responsabiliser devant les actionnaires, à leur imposer des obligations de loyauté (*duty of loyalty*) et de diligence (*duty of care*) sous la menace de sanctions civiles et pénales. Il est désormais réclamé davantage de transparence et d'information des actionnaires sur toutes les décisions importantes d'une société, particulièrement en matière de rémunérations. Dès 2003, le Conseil économique et social français prend parti pour un modèle de gouvernance des entreprises, dit de *stakeholder*, qui doit associer les différents acteurs de la vie des entreprises afin d'améliorer le fonctionnement des conseils d'administration, généraliser les comités d'audit, redéfinir les relations entre les administrateurs indépendants et les salariés<sup>2</sup>. Il appelle à systématiser les comités d'audit et de rémunérations, à assurer la présence efficace d'administrateurs indépendants et de représentants des salariés.

## B. La crise financière de l'automne 2008

**20.** La suspension de la convertibilité du dollar en or par le président Nixon, le 15 août 1971, a favorisé une forte expansion des flux internationaux de capitaux. Dès les années 1980, l'heure est résolument au recul des réglementations financières, à la libéralisation de l'économie. Cette évolution, qui se manifeste d'abord dans les pays industrialisés, s'applique progressivement aux pays émergents durant les années 1990. En 1998, le très important fonds spéculatif (*hedge fund*) américain *Long Term Capital Management* (LTCM) est très près de faire faillite à la suite des crises asiatique et russe, révélant qu'un dysfonctionnement de la régulation financière dans un pays peut avoir

1. Cf. Colson J.-P., « Le gouvernement d'entreprise et les nouvelles régulations économiques », *LPA*, 2001, n° 166, p. 4 et s.

2. Cf. Conseil économique et social, *Des autorités de régulation financière et de concurrence : pour quoi, comment ?*, rapport Moussy J.-P., 15 janvier 2003, I-2.

des conséquences sur de nombreux intermédiaires financiers dans le reste du monde<sup>1</sup>. Cet effet de contagion sera bien plus manifeste dix ans plus tard.

## 1. La crise financière américaine

**21.** La crise débute aux États-Unis avec le crash des prêts immobiliers à risque (*subprimes*)<sup>2</sup>. Au début des années 2000, près de 70 % des américains sont propriétaires de leurs logements. En effet, les banques ont été très libérales dans l'attribution de ces prêts (jusqu'à une durée de 30 ans), estimant que si l'emprunteur ne rembourse plus, elles pourront toujours récupérer sa maison et la revendre aisément à un bon prix. Mais, lorsque la bulle immobilière spéculative éclate en 2007 – chute de la valeur des biens immobiliers –, et qu'une partie des propriétaires emprunteurs est dans l'incapacité de faire face aux prêts consentis, les établissements de crédit se retrouvent avec des lots importants de biens immobiliers à la valeur fortement réduite. Deux géants du crédit hypothécaire (Freddie Mac et Fannie Mae) sont même placés sous la tutelle du Gouvernement : la Banque centrale américaine (FED) décide de garantir leurs dettes ; l'État verse 190 milliards de dollars pour éviter leur faillite<sup>3</sup>. Le Trésor américain refuse toutefois de voler au secours de la banque d'investissement Lehman Brothers, qui fait finalement faillite en septembre 2008. La seconde phase de la crise financière commence lorsqu'une série d'établissements financiers entre en cessation de paiements ; certains sont achetés par des concurrents en meilleure situation (Bear Stearns repris par JPMorgan Chase avec le soutien de la FED en mars 2008) ou sauvés *in extremis* par la Réserve fédérale américaine (American International Group en septembre 2008), mais nombre d'entre eux n'évitent pas la mise en liquidation.

## 2. La crise financière mondiale

**22.** Dès 2008, les banques occidentales sont confrontées à des difficultés considérables en termes de liquidité, de solvabilité et de crédit aux entreprises<sup>4</sup>. Après la chute des cours des marchés boursiers, de nombreuses institutions financières – notamment les compagnies d'assurances – perdent des sommes considérables avec les *subprimes*

- 
1. LTCM a bénéficié d'une recapitalisation par de grandes banques d'affaires de *Wall Street*.
  2. Cf. Artus P., Bethèze J.-P., *De la crise des subprimes à la crise mondiale*, La Documentation française, 2010 ; Couderc N., Montel-Dumont O., *Des subprimes à la récession : comprendre la crise*, La Documentation française, 2009 ; Jorion P., *La crise : des subprimes au séisme financier planétaire*, Fayard, 2008.
  3. Freddie Mac et Fanny Mae ne pratiquent pas seulement des prêts, ils rachètent des crédits aux banques, les titrisent et les revendent à des investisseurs.
  4. Cf. Dujardin V., *La crise économique et financière de 2008/2009 : l'entrée dans le XXI<sup>e</sup> siècle*, Peter Lang AG, 2011 ; Sève M., *La régulation financière face à la crise*, Bruylant, 2013 ; Laroche J., *Un monde en sursis : dérives financières, régulations politiques et exigences éthiques*, L'Harmattan, 2010.

et se trouvent au bord de la faillite. La récession s'étend à la planète. Les États sont confrontés à un paradoxe : alors que l'interconnexion des marchés et l'internationalisation des flux de capitaux ne cessent de progresser, les systèmes de régulation financière restent de nature nationale et sont particulièrement démunis face à une perturbation financière systémique mondiale<sup>1</sup>. Dès lors que le Fonds monétaire international (FMI) n'est guère en mesure de coordonner les interventions des autorités politiques monétaires, les finances publiques des États occidentaux sont lourdement sollicitées pour tenter de résoudre la crise ; les pays dits émergents sont toutefois modérément impactés car leurs sociétés sont moins engagées dans les dérives spéculatives. Des établissements occidentaux en difficulté sont parfois tirés d'affaire par des plans de sauvetage d'urgence à l'initiative des États, des banques centrales nationales ou de la Banque centrale européenne dans la zone euro : la Northern Rock britannique, spécialisée dans l'immobilier est nationalisée (17 février 2008) ; la Dresdner Bank (Allemagne) est vendue par l'assureur Allianz à son compatriote CommerzBank (31 août 2008).

**23.** Les gouvernements franchissent un pas significatif au cours de l'année 2009 : le Groupe des Vingt (G20), devient un organe politique d'impulsion et de coordination afin de tenter de répondre globalement à la crise, et de se prémunir contre sa récurrence<sup>2</sup>. Le Forum de la stabilité financière (créé en 1999) se transforme – significativement – en Conseil de la stabilité financière et assure désormais une coordination à un niveau plus technique. La Banque mondiale et le Fonds monétaire international – qui voient leurs prérogatives élargies – sont appelés à participer activement à l'évaluation des secteurs financiers des États membres. La crise semble progressivement surmontée, mais dès 2012, c'est l'afflux de liquidités qui commence à faire craindre l'éclatement de nouvelles bulles spéculatives dans l'immobilier chinois, les plateformes boursières, les emprunts d'État, voire certaines matières premières (notamment les métaux).

## II. La coopération financière

**24.** En l'absence d'une autorité mondiale de régulation financière intégrée<sup>3</sup>, divers organismes ne sont pas sans effets régulateurs, directs ou indirects<sup>4</sup>. Si certains ne possèdent pas le statut formalisé d'organisation internationale, tous essaient cependant

- 
1. Cf. Véron N., Pisani-Ferry J., « Un regard européen sur la réforme du système financier international », *Commentaire*, n° 84, 2001, p. 62 et s.
  2. Cf. Cohen É., *Penser la crise : défaillances de la théorie du marché et de la régulation*, Fayard, 2010.
  3. Cf. Assemblée nationale, *Réguler la mondialisation financière*, Rapport d'information présentée par G. Fuchs et S. Feurtet, *doc. AN*, n° 38, p. 161 et s. ; Bezard P., « La mondialisation financière et les marchés financiers », *Rev. jurisp. com.*, 2001, p. 161 et s. ; Cohen É., *L'ordre économique mondial. Essai sur les autorités de régulation*, Fayard, 2001 ; Plihon D., « Quelle régulation pour la finance internationale », *Cahiers français*, n° 313, 2003, p. 71 et s. ; Compin F., *La régulation du capitalisme financier*, UPRR, 2019.
  4. Cf. Dejammet A., *L'archipel de la gouvernance mondiale, ONU, G7, G8, G20...*, Dalloz, 2012.