



HAL
open science

Le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines

Charlotte Julie Rault

► **To cite this version:**

Charlotte Julie Rault. Le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines. Droit. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I; Humboldt-Universität (Berlin). Juristische Fakultät, 2015. Français. NNT : 2015PA010267 . tel-01785707

HAL Id: tel-01785707

<https://theses.hal.science/tel-01785707v1>

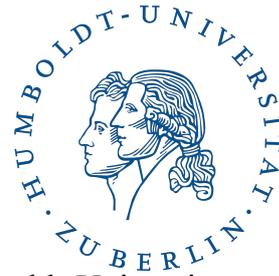
Submitted on 4 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne
École doctorale de Droit de la Sorbonne
Département de droit international et européen



Humboldt-Universität zu Berlin
Juristische Fakultät

LE CADRE JURIDIQUE DE LA GESTION DES DETTES SOUVERAINES

Thèse pour l'obtention du titre de Docteur en droit

Présentée et soutenue publiquement le 23 novembre 2015 par

Charlotte Julie Rault

sous la direction de

Monsieur le Professeur Jean-Marc Sorel
Monsieur le Professeur Christoph G. Paulus

JURY

Mme Geneviève BASTID-BURDEAU, Professeur à l'Université Paris 1
Panthéon-Sorbonne

M. Régis BISMUTH, Professeur à l'Université de Poitiers (rapporteur)

M. Christoph G. PAULUS, Professeur à la Humboldt Universität zu Berlin
(co-directeur de recherche)

M. Reinhard SINGER, Professeur à la Humboldt Universität zu Berlin
(rapporteur)

M. Jean-Marc SOREL, Professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-
Sorbonne (directeur de recherche)

Remerciements

Mes remerciements et ma profonde gratitude s'adressent en premier lieu à mes directeurs de thèse, les Professeurs Jean-Marc Sorel et Christoph G. Paulus, pour avoir accepté de diriger cette thèse, pour leur confiance, leur écoute et leurs conseils constructifs et bienveillants tout au long de ce parcours.

Je tiens ensuite à remercier les membres du jury d'avoir accepté de lire et de discuter cette thèse ; je suis honorée par leur présence.

Mes remerciements vont aussi aux membres des laboratoires de recherche qui m'ont si bien accueillie, tant du côté français avec l'Institut de Recherche en Droit International et Européen de la Sorbonne que du côté allemand au *Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Zivilprozess- und Insolvenzrecht sowie Römisches Recht* et à l'*Institut für Interdisziplinäre Restrukturierung*. Merci au Centre interdisciplinaire d'études et de recherches sur l'Allemagne, à l'Université franco-allemande et à la *FAZIT-Stiftung* pour leur soutien. Merci également aux chercheurs du Centre d'études et de recherche en droit international et relations internationales de l'Académie de Droit international de La Haye pour le travail d'équipe et la stimulation intellectuelle qui en ressort.

Outre ces différentes immersions dans le monde académique franco-allemand, le stage que j'ai eu la chance d'effectuer à la Direction des affaires juridiques de la Banque européenne d'investissement a largement contribué à nourrir ma réflexion. Je tiens dès lors à remercier Christophe Nègre et Sébastien Husson de Sampigny, grâce à qui j'ai pu enrichir par la pratique ce travail de recherche.

Merci aux doctorants, jeunes docteurs et docteurs qui m'ont encouragée et soutenue dans cette recherche : Daniel, Emanuel, Emilio, Fanny, Florian, Matthias, Roman, Sacha, Sebastian et Vincent. Merci à ma nouvelle équipe pour leurs enseignements pratiques : Anna, Matthew, Désirée et Laura.

Mes remerciements s'adressent enfin à ma famille et à mes amis. Merci tout particulièrement à ma mère pour toutes les heures de relecture, à Camille pour le soutien absolu et indéfectible, à Marie-Christine sans qui Berlin n'aurait pas eu lieu et à Hilger sans qui tout ça ne serait pas devenu le bonheur.

Ma dette à votre égard est immense.

SIGLES ET ABREVIATIONS

AFD	Agence française de développement	IADM	Initiative d'allègement de la dette multilatérale
AFT	Agence France Trésor	ICMA	<i>International Capital Market Association</i>
AID	Association internationale de développement	IFF	<i>Institute of International Finance</i>
BAfD	Banque africaine de développement	INTOSAI	Organisation Internationale des Institutions Supérieures de Contrôle des Finances Publiques
BCE	Banque centrale européenne	ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
BEI	Banque européenne d'investissement	ISLA	<i>International Securities Lending Association</i>
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et l'investissement	KfW	<i>Kreditanstalt für Wiederaufbau Entwicklungsbank</i>
BIRD	Banque internationale pour la reconstruction et l'investissement	LMA	<i>Loan Market Association</i>
BRI/BIS	Banque des règlements internationaux / <i>Bank for International Settlements</i>	MES	Mécanisme européen de stabilité
CDO	<i>collateralized debt obligation</i>	MESF	Mécanisme européen de stabilisation financière
CDS	<i>credit default swap</i>	MRDS	Mécanisme de restructuration de la dette souveraine
CIJ	Cour internationale de Justice	OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
CIRDI	Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements	OMC	Organisation mondiale du commerce
CJUE	Cour de Justice de l'Union européenne	OMT	Opérations monétaires sur titres
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement	ONU	Organisation des Nations Unies
CNUDCI	Commission des Nations Unies pour le droit commercial international	PPTE	(Initiative) pays pauvres très endettés
FSAP	<i>Financial Sector Assessment Program</i>	ROSC	<i>Reports on the Observance of Standards and Codes</i>
FESF	Facilité européenne de stabilité financière	SFI	Société financière internationale
FMI/IMF	Fonds monétaire international / <i>International Monetary Fund</i>	TIDM	Tribunal international du droit de la mer
GIZ	<i>Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit</i>		

SOMMAIRE

PREMIÈRE PARTIE

Les dettes souveraines, entre intérêts publics et instruments privés

- TITRE I. La contractualisation des supports des dettes
- CHAPITRE 1. La raréfaction des protocoles financiers internationaux
 - CHAPITRE 2. La généralisation du contrat privé par l'intermédiation bancaire
- TITRE II. L'impact de la privatisation de l'endettement sur le défaut souverain
- CHAPITRE 3. La financiarisation de l'endettement souverain et l'imposition des pratiques de marché
 - CHAPITRE 4. Le renforcement des crises des dettes souveraines

DEUXIÈME PARTIE

La publicisation de la gestion des dettes souveraines

- TITRE I. L'encadrement institutionnel des instruments contractuels
- CHAPITRE 5. Le choix de dispositifs contractuels de traitement des dettes
 - CHAPITRE 6. Le rééchelonnement sous les auspices des institutions financières internationales
- TITRE II. L'impératif de gestion de l'endettement souverain
- CHAPITRE 7. La gestion du niveau global d'endettement et les propositions d'encadrement
 - CHAPITRE 8. L'élaboration d'un droit international économique des dettes souveraines

INTRODUCTION GENERALE

Messieurs,

La situation de nos finances est le seul danger réel que nous ayons à combattre. [...]

Tous les Français connaissent cette vérité ; tous nous pressent de changer enfin cette situation des affaires publiques qui les effraie, les irrite ou les afflige.

Mais, avant de chercher les remèdes, il faut bien connaître quelle est la véritable cause de ce mal sur laquelle l'opinion publique flotte encore incertaine.

Marquis de Condorcet, « Discours sur les moyens de rétablir les finances », prononcé à l'Assemblée nationale le 12 mars 1792¹

La souveraineté renvoie au caractère supérieur de l'État en tant que puissance publique sur les plans interne et international. La langue allemande conserve cette étymologie avec le terme *Souveränität*, tout en effectuant une distinction entre *Staatsgewalt*, compris comme la puissance du pouvoir de l'État, et *Herrschaft* signifiant puissance de domination de l'entité. Ces déclinaisons de la notion de souveraineté se retrouvent dans la doctrine française². Doter ainsi la puissance publique de prérogatives juridiques ne lui garantit pourtant pas qu'elle puisse les utiliser concrètement³. C'est tout l'enjeu de l'expression « dette souveraine » qui relève à première vue de

¹ Jean-Antoine-Nicolas de CARITAT, Marquis de CONDORCET, *Oeuvres complètes de Condorcet*, Paris, 1804, Volume XXI: Mélanges d'économie politique, p. 127.

² Raymond Carré de MALBERG, *Contribution à la théorie générale de l'Etat*, Paris, Sirey, 1920, réimpr. CNRS 1962, p. 79 : « Dans son sens originnaire, [le mot souveraineté] désigne le caractère suprême de la puissance étatique. Dans une seconde acception, il désigne l'ensemble des pouvoirs compris dans la puissance d'État, et il est par suite synonyme de cette dernière. Enfin, il sert à caractériser la position qu'occupe dans l'État le titulaire suprême de la puissance étatique et ici la souveraineté est identifiée avec la puissance de l'organe. ».

³ Michel TROPER, « L'Europe politique et le concept de souveraineté », in *L'Europe en voie de Constitution. Pour un bilan critique des travaux de la Convention*, ed. by Olivier BEAUD, et al., Bruxelles, Bruylant, 2004, pp. 117-137 : « Si par conséquent les décisions imputées à un État sur le plan interne ou international sont formellement prises par ses propres organes, d'un strict point de vue juridique, il doit être considéré comme souverain, même si ces décisions ont été adoptées sous la pression. Inversement, une entité n'est pas souveraine, même si ses organes, comme ceux d'une grande société multinationale disposent d'une énorme puissance économique ou politique. ».

l'oxymore : la dette est du domaine de l'obligatoire alors que la souveraineté place l'État à un niveau supérieur à cette contrainte⁴.

La dette est usuellement définie comme toute obligation qu'une personne, appelée le débiteur, est tenue d'exécuter envers une autre, dénommée le créancier⁵. Lorsque l'État s'engage financièrement en tant que débiteur vis-à-vis de créanciers à travers un ensemble d'emprunts⁶, on parle de dette publique ou de dette d'État. Le financement s'effectue aussi bien auprès de créanciers nationaux qu'internationaux, qu'ils soient publics ou privés⁷. Mais l'État est un emprunteur particulier car il contracte une dette nette complexe recouvrant une multiplicité de situations⁸. À sa dette brute s'ajoutent d'autres engagements financiers, tels les retraites ou les garanties⁹, et les obligations financières de ses démembrements¹⁰. Ainsi, les pouvoirs publics regroupant l'État, les collectivités territoriales et les entreprises publiques¹¹, s'endettent pour financer l'économie.

L'emprunt fait historiquement partie intégrante des techniques de la finance publique¹², et même s'il ne relève pas d'une pratique constante¹³, il a largement

⁴ Raphaële RIVIER, *Droit international public*, Paris, PUF, 2012, pp. 1-2 : « Par 'souverains', on entend que les États n'ont pas, en droit, de supérieurs. Attribut consubstantiel à la qualité étatique, la souveraineté internationale [...] qualifie les pouvoirs étatiques et exclut que leur exercice soit conditionné par un pouvoir équivalent ou supérieur. [...] Le résultat le plus immédiat d'une telle conception négative de la souveraineté est qu'aucun élément du droit (une norme, une institution, une situation juridique, etc.) ne peut être imposé à un État donné sans que celui-ci ait consenti à ses effets. ».

⁵ Trésor de la langue française. Dictionnaire de la langue du XIX^e et du XX^e siècle (1789-1960), 1979, « Dette ».

⁶ Louis TROTABAS, *Précis de science et législation financières*, Paris, Dalloz, 1953, p. 356 : « Les divers emprunts émis par l'État, que ce soit d'ailleurs pour des fins monétaires, de trésorerie, ou pour des fins financières, c'est-à-dire budgétaires, constituent ce que l'on appelle la dette publique. ».

⁷ Dominique CARREAU, « Le rééchelonnement de la dette extérieure des États », *Journal du Droit International*, 1985, 112, pp. 5-48.

⁸ Il convient de distinguer la dette du déficit qui est l'écart entre les dépenses et les revenus de l'État pendant une année donnée. Si les revenus dépassent les dépenses, il y a surplus ou excédent. La dette correspond au résultat cumulé de déficits et d'excédents sur plusieurs années. Le service de la dette fait référence aux paiements des intérêts et au remboursement du capital des sommes empruntées.

⁹ En matière de financement, une garantie est un mécanisme d'assurance destiné à couvrir les risques du prêteur. À l'échelle internationale, l'Agence multilatérale de garantie des investissements, rattachée au Groupe Banque mondiale, est chargée de favoriser l'investissement étranger par le biais d'octroi de garanties.

¹⁰ Didier MIGAUD, Alain LEVIONNOIS, « La gestion de la dette publique locale », Paris, Cour des comptes, 2011, 210p. ; voir également Franck MARMOZ, « Les emprunts "toxiques" souscrits par les collectivités territoriales : quelle réponse juridique ? », *Revue française de Finances Publiques*, 2012, n° 120, pp. 89-103 ; Régis BISMUTH, « Dette des États et emprunts toxiques des collectivités locales : Destins croisés », *Revue Internationale des Services Financiers*, 2014, 2, pp. 7-10.

¹¹ Selon la définition retenue dans la Directive 80/723/CEE de la Commission du 25 juin 1980.

¹² Charles GIDE, *Cours d'économie politique*, 1923, Vol. 1516 : « Les États, comme les particuliers, vivent normalement de leurs revenus. Mais, moins sages que les particuliers, il leur arrive souvent de

constitué une ressource massive de financement des dépenses de l'État¹⁴, à l'exception près de sporadiques cas d'équilibres budgétaires¹⁵. Les réflexions sur le recours à l'emprunt par l'État foisonnent. En science politique, l'emprunt n'est pas vu négativement : il est même recommandé puisqu'il permet de se procurer de l'argent en dehors de toute levée d'impôts impopulaire¹⁶. L'emprunt d'État avait la réputation d'être une ressource obtenue rapidement et facilement. Au milieu du XVIII^e siècle, une démonstration affirmait même qu'un État ne peut jamais être affaibli par ses dettes parce que les intérêts sont payés « de la main droite à la main gauche » : l'État reversant au peuple d'un côté ce qu'il lui prend de l'autre, la dette serait neutre et indolore¹⁷. Pour la science économique, le débat est houleux entre ceux qui considèrent que le recours à l'emprunt est la ressource financière la plus chère et le proscrivent¹⁸, et les autres qui considèrent que l'emprunt ayant pour objet le financement d'équipements productifs est bénéfique¹⁹.

La science juridique et la finance publique²⁰, comme l'illustrent les traités internationaux²¹, parlent plus volontiers de « dette publique » pour désigner les

dépenser plus que leurs revenus : alors ils empruntent, et il n'en est pas un seul, du moins parmi ceux qualifiés de civilisés, qui n'ait aujourd'hui sa dette publique, petite ou grande. »

¹³ Voir l'étude historique de Jean ANDREAU, Gérard BEAUR, Jean-Yves GRENIER, *La dette publique dans l'histoire* Paris, Comité pour l'histoire économique et financière, 2006, VIII. Ils soulignent en particulier à la page 473 : « *Des cités grecques de l'Antiquité jusqu'à aujourd'hui, le recours des autorités politiques à l'emprunt, volontaire ou forcé, pour financer certaines dépenses exceptionnelles, ou pour disposer d'avances de trésorerie, a une très longue histoire, d'au moins deux millénaires et demi, avec, il est vrai, de longs temps morts. »*

¹⁴ « *La paix trouve notre économie privée d'une grande partie de ses moyens de production, nos finances écrasées d'une dette publique colossale, nos budgets condamnés pour longtemps à supporter les dépenses énormes de la reconstruction. »*, Charles DE GAULLE, *Mémoires de guerre*, 1959, p. 234.

¹⁵ François COLLY, « Les emprunts de l'Etat et la loi organique du 1er août 2001 relative aux lois de finances », in *Etudes en l'honneur de Loïc Philip*, Paris, Economica, 2005, pp. 365-375.

¹⁶ Les prêts sont souscrits auprès des sujets ou citoyens, comme dans le cas des obligations de guerre, auprès des prêteurs nationaux ou auprès d'institutions et de gouvernements d'autres États. En France, le recours à l'emprunt national a caractérisé nombre de régimes depuis la monarchie, à l'exception notable du règne de Napoléon Ier qui considérait l'emprunt « *à la fois immoral et funeste* », en ce qu'il « *impose à l'avance les générations futures [...], sacrifie au moment présent ce que les hommes ont de plus cher, le bien-être de leurs enfants [...], mine insensiblement l'édifice public et condamne une génération aux malédictions de celles qui la suivent* » in Préambule du décret du 29 décembre 1810 relatif au monopole des tabacs.

¹⁷ Ce théorème est attribué à l'économiste français Jean-François MELON (1675-1738).

¹⁸ L'effet d'éviction renvoie au financement du déficit budgétaire par l'épargne nationale. L'effet boule de neige se réfère à la situation dans laquelle la dette publique augmente mécaniquement en raison d'un taux d'intérêt plus élevé que le taux de croissance.

¹⁹ Jérôme SGARD, « La faillite souveraine en économie : l'économie politique des défauts souverains », in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, ed. by Mathias AUDIT, Paris, LGDJ, 2011, pp. 25-40.

²⁰ Michel BOUVIER, « La dette publique », *Revue française de Finances Publiques*, 2013, 123, pp. 3 et suiv. ; Christian ECKERT, « Le contrôle de la dette publique par le Parlement : un enjeu politique devenu majeur », *Revue française de Finances Publiques*, 2013, 123, pp. 3-20.

obligations nées d'engagements financiers contractés par l'État personne morale et les entités territoriales et organiques qui lui sont rattachées²². La science politique et l'économie préfèrent le terme de « dette souveraine »²³. L'utilisation de cette référence s'est généralisée dans les médias et les écrits universitaires²⁴ ; le Petit Robert a même intégré la formule depuis 2013²⁵. Pour les internationalistes, celle-ci a été définie par la Commission du droit international à l'article 33 de la Convention de Vienne sur la succession d'États en matière de biens, archives et dettes d'État comme « *toute obligation financière d'un État prédécesseur à l'égard d'un autre État, d'une organisation internationale ou de tout autre sujet du droit international, née conformément au droit international* »²⁶. Or cette acception exclut directement une partie du phénomène puisqu'elle ne prend pas en compte la dette de l'État due à un créancier privé²⁷.

C'est pourquoi il convient de distinguer la dette extérieure – ou internationale – de la dette intérieure – ou domestique – sur le fondement de la loi applicable, de la juridiction concernée et de la monnaie dans laquelle elle est libellée. Ainsi, la dette extérieure désigne le montant total des dettes libellées en monnaie étrangère d'un État envers ses créanciers lorsque les conditions de prêt sont régies par la loi du pays du créancier ou par le droit international. La dette intérieure, libellée en monnaie locale, est émise dans le cadre national et reste soumise au droit de l'État sans que la nationalité du créancier ne soit prise en compte. À cette première distinction s'ajoute une subdivision qui repose sur la qualité du prêteur ou du créancier. La dette extérieure publique est

²¹ La notion de dette publique est utilisée dans les traités européens pour définir les objectifs de l'Union européenne et les règles de fonctionnement.

²² Les emprunteurs publics dont les engagements constituent la dette de l'État sont les organismes publics ou publics autonomes ou les dettes garanties par l'État ou par ces organismes. Les autres emprunteurs sont considérés comme des emprunteurs privés.

²³ Régis BISMUTH, « Dette de l'État (droit) », in *Dictionnaire Encyclopédique de l'État*, ed. by François HERVOUËT, Pascal MBONGO, and Carlo SANTULLI, Paris, Berger-Levrault, 2014, pp. 230-233.

²⁴ Benjamin LEMOINE, « Les « dealers » de la dette souveraine », *Sociétés contemporaines*, 2013, 4, pp. 59-88 : « Ironie de l'histoire, le terme de dette souveraine s'est imposé dans le débat public et dans les travaux académiques au moment précis où les marchés de l'argent privé ont repris d'importants pouvoirs dans la définition des politiques économiques, et que les États ont vu leurs capacités d'action sur l'économie et la monnaie circonscrites ainsi que leurs périmètres comptables surveillés et limités. ».

²⁵ Le Petit Robert : dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française, 2015, « Dette ». L'article mentionne d'ailleurs « la dette grecque » et « la crise de la dette dans la zone euro ».

²⁶ Nations Unies, *Convention de Vienne sur la succession d'États en matière de biens, archives et dette d'État*, Vienne, 8 avril 1983.

²⁷ Commission du droit international, « ILC Report of the Commission to the General Assembly on the work of its thirty-third session », New York, United Nations, 1981, pp. 79-80 : « *the definition of State debt should be limited to financial obligations arising at the international level, that is to say, between subjects of international law. Debts owed by a State to private creditors [...] fell outside the scope of the present draft. Although protected, such debts were not the subject of the law of succession of States.* ».

celle qui est contractée auprès d'États tiers ou d'organisations internationales intergouvernementales tandis que la dette extérieure privée est celle qui est contractée auprès de banques commerciales ou sur les marchés financiers internationaux²⁸.

Nous utiliserons le terme « dette souveraine » en y attachant ces acceptions et en privilégiant une acception plurielle afin de marquer la différence entre les situations particulières propres à chaque période et à chaque État. Ce pluriel reflète également, au-delà des complications du cadre juridique, les difficultés à articuler le droit autour de réalités intrinsèquement singulières. L'appréhension de cet endettement est proportionnellement complexe à la multiplicité des niveaux composant l'architecture financière et institutionnelle de chaque État. La dette souveraine est le produit d'entités qui suivent des logiques financières distinctes²⁹. Par extension, la comptabilité publique est morcelée en autant d'entités institutionnelles et ne peut être consolidée comme des comptes privés car il n'existe aucune autorité pouvant arbitrer une telle consolidation³⁰.

Envisager la gestion des dettes souveraines sous l'angle d'un cadre juridique consiste à circonscrire un ensemble, en définir les limites et analyser ce qui est imposé par les institutions, nationales, européennes ou internationales. On part de l'hypothèse qu'il existe un cadre juridique de la gestion des dettes souveraines. Cela implique que l'endettement résulte d'un processus décisionnel souverain qui est imprégné par le droit. Or s'il est indéniable que, lors de l'endettement *ex ante*, ce cadre répond à une logique plus ou moins contrôlée par l'État, la situation *ex post* s'en éloigne rigoureusement : en cas d'endettement excessif, les créanciers voulant récupérer leur argent se mobilisent contre l'État mauvais payeur, même si l'immunité souveraine leur impose des limites. Par conséquent, c'est le niveau d'endettement qui pose problème, comme l'affirmait Adam Smith en soulignant que « *le progrès des dettes énormes qui écrasent à présent*

²⁸ Dominique CARREAU, Malcolm N. SHAW, *La dette extérieure / The External Debt*, Dordrecht/Boston/London, Martinus Nijhoff Publishers, 1995, Vol. 17, pp. 4-6.

²⁹ Robert HERTZOG, « A la recherche d'une théorie du système financier public complexe », in *Études en l'honneur de Loïc Philip*, Paris, Economica, 2005, pp. 401-421 : « *Un système financier peut être composé d'entités multiples et rester néanmoins lisible dès lors que ces entités suivent des principes financiers similaires et qu'elles sont soumises à un même pouvoir de régulation* ». Ce n'est pas le cas en l'espèce.

³⁰ C'est pourquoi la comptabilité économique nationale présente des tableaux d'ensemble des activités de tous les agents économiques, en incluant les organismes publics.

toutes les grandes nations de l'Europe [...] probablement les ruineront toutes à la longue »³¹.

La phase décisive de l'évolution de l'endettement est qualifiée de « crise » en tant que perturbation brusque de l'équilibre économique. Étymologiquement, le mot crise renvoie à la conception de juger³². Elle servirait donc à discerner et juger une situation discordante, à « *exaspérer pour mieux résoudre* »³³. Pour certains spécialistes, les crises seraient au cœur du droit international en tant qu'élément épistémologique de la matière³⁴. L'existence de la présente thèse s'inscrit dans ce contexte : la crise des dettes souveraines a poussé les chercheurs à renouveler la matière en se repenchant sur les analyses du passé pour apporter une approche récente des problèmes contemporains³⁵. L'actualité de l'Argentine face à ses créanciers et la crise de la dette en Grèce ont ouvert de nouvelles pistes de réflexion dans un cadre non plus national mais européen et international.

L'objectif de ce travail est d'analyser les évolutions du cadre juridique de la gestion des dettes souveraines pour réunir des éléments qui vont permettre de comprendre le choix normatif privilégié par chaque acteur. Le présent scénario d'endettement des États souverains entraîne nécessairement un bouleversement irréversible des règles et des structures juridiques connues qui visent à assurer le bon fonctionnement de l'économie mondiale. Face à l'actuelle incertitude normative, il est primordial d'étudier le traitement des crises, les propositions de réformes, la recherche d'amélioration du système par la régulation et le rôle des institutions multilatérales dans la gestion des dettes souveraines. L'analyse s'inscrit dans un environnement juridique international caractérisé par des conceptions et des méthodes multiples. Évidemment, il existe autant de vision ou de recommandations que d'experts³⁶.

³¹ Adam Smith, « Du revenu du souverain ou de la république », in *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, 1776, Livre V, Chapitre III, pp. 173 et suiv.

³² Le mot crise vient du grec *krinein* qui signifie « juger, juger comme décisif ».

³³ Alain REY, « Crise », in *Dictionnaire culturel en langue française*, ed. by Alain REY, Paris, Le Robert, 2005, pp. 1999-2003.

³⁴ Voir Michael REISMAN, Andrew WILLARD, *International Incidents: The Law that Counts in World Politics*, Princeton, Princeton University Press, 2014, originally published in 1988 ; Hilary CHARLESWORTH, « Le droit international, une discipline de la crise », in *Sexe, genre et droit international*, ed. by Hilary CHARLESWORTH, Paris, Pedone, 2013, pp. 221-243.

³⁵ Depuis 2008, les thèses en droit en préparation ou soutenues sur le thème de la dette sont nombreuses, aussi bien en France qu'en Allemagne.

³⁶ Partir du contraste des conceptions française et allemande est intéressant pour appréhender les réponses européennes à la crise actuelle. Notamment parce que l'approche positivisme critique privilégiée par la

Un détour par l'histoire du capitalisme permet de constater que les défauts souverains ne sont pas isolés et que la situation actuelle fait écho au passé. Pourtant, aucun mécanisme institutionnel international n'existe pour encadrer l'endettement souverain (I.). Les propositions juridiques ambitieuses qui envisagent un régime spécifique à l'intention des situations de défaut de paiements ont jusqu'ici toutes été bloquées. Cette étude s'inscrit dans cet espace de l'économie et de la finance et examine la place du droit international dans la gestion des dettes souveraines (II.).

I. La persistance des défauts souverains

Les conventions et les traités internationaux impliquent un consentement légitime de l'État. Mais en matière de financement souverain, la situation est plus complexe, tant au niveau des normes que du droit applicable, car l'État est un emprunteur particulier. Il a pu faire croire en sa solvabilité infinie, notamment parce qu'il peut émettre de la monnaie (A.). Pourtant, les défauts souverains se reproduisent dans l'histoire du système financier : l'endettement de l'État se caractérise par des défaillances, et ce quasiment depuis que l'emprunt existe (B.). Or ce fonctionnement incertain n'a pas été doté d'un mécanisme institutionnel général. La résolution des crises s'effectue au cas par cas en appliquant des mesures *ad hoc* (C.).

A. L'insolvabilité des emprunteurs souverains

Une partie de l'analyse économique considère qu'un État est un emprunteur toujours solvable. En tant que souverain il lui serait possible de lever infiniment les impôts nécessaires au remboursement de ses dettes. Vendre ses ressources naturelles, réduire ses dépenses en augmentant le service de la dette, contracter de nouveaux emprunts pour rembourser les anciens ou encore contrôler sa masse monétaire sont cités en exemples pour appuyer cette théorie³⁷. L'endettement de l'État est même parfois

doctrine francophone contemporaine est résolument plus descriptive de l'état du droit que normative. Elle déploie un système d'analyse et d'explication du droit, tandis que l'approche allemande tend à préconiser des remèdes aux vices de fonctionnement identifiés.

³⁷ L'existence de l'État serait éternelle et sa source de revenue par l'imposition potentiellement infinie. L'emprunt impliquerait pour l'État de réduire sa consommation dans le futur pour le rembourser. Un taux de croissance modéré et une prudence dans les dépenses permettraient à l'État de sortir de l'endettement. Le contrôle de la monnaie par l'État permettrait de réguler la masse monétaire, donc l'inaptitude de rembourser ne pourrait porter que sur des titres en monnaie étrangère.

présenté comme une source de création de richesses³⁸. Selon cette conception, si l'on considère que l'émission de titres de dette souveraine revient à créer des actifs financiers, ces derniers constituent indéniablement une opportunité pour le secteur privé et la création de lignes comptables³⁹. Mais ce n'est qu'une fiction économique qui a renforcé la croyance en l'infailibilité financière de l'État⁴⁰. Comme l'illustre la succession de défauts souverains depuis plus de 200 ans, le mythe relève dorénavant de la sagesse conventionnelle pour la communauté de la finance internationale⁴¹.

Qu'en est-il concrètement de la faillite, de la défaillance ou du défaut de l'État⁴²? Le fait que l'emprunteur soit souverain ne protège pas ses créanciers. Au contraire, l'histoire économique foisonne d'illustrations d'États revenant sur leurs engagements sous de multiples formes⁴³. Loin de se limiter à la suspension du paiement des intérêts ou du capital, la dette a pu être dépréciée périodiquement par manipulation

³⁸ Certains juristes reprennent cette position de l'analyse économique : Carlo SANTULLI, « L'Euro : analyse juridique de la "crise de la dette" », *Revue Générale de Droit International Public*, 2011, 115, pp. 19 et suiv.

³⁹ Yeva S. NERSISYAN, Wray L. RANDALL, « Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, 2011, 116, pp. 173-190 : « Si l'on comprend que les émissions obligataires sont une opération volontaire par un gouvernement souverain, et que les titres ne sont rien d'autre que des comptes différents auprès de la même banque centrale utilisés par le même gouvernement, il devient non pertinent pour des questions de solvabilité et de taux d'intérêt de savoir s'il y a des acheteurs pour les obligations d'État et si les obligations sont détenues par des entités nationales ou étrangères. ». Mais ce raisonnement s'applique *ceteris paribus* et seulement dans le cadre d'une émission en monnaie nationale. Or le juriste ne peut restreindre son analyse à un univers où toutes choses sont égales par ailleurs.

⁴⁰ Dans les années 1970, le PDG de Citicorp, Walter Wriston, clamait que : « *Countries don't go out of business. The infrastructure doesn't go away, the productivity of the people doesn't go away, the natural resources don't go away. And so their assets always exceed their liabilities, which is the technical reason for bankruptcy.* ». Cependant, « *the sentiment did not originate with Wriston in 1982. It was already part of the conventional wisdom in 1977, echoed by highly respected officials such as Federal Reserve Governor Henry Wallich. More importantly, the comment calls attention to the fundamental distinction between lending to national governments and lending to private corporations. This distinction, which is not intuitively obvious, has much to do with why sovereign workouts cannot be carried out under the domestic bankruptcy-insolvency laws used for corporate workouts.* ». Voir également Lex RIEFFEL, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., Brookings Institution Press, 2003, Appendix A « Countries don't go bankrupt », pp. 289-294.

⁴¹ Margaret ATWOOD, *Comptes et légendes : La dette et la face cachée de la richesse*, Paris, Boréal, 2009, 208p. : « *La perception d'une insolvabilité peut créer de l'insolvabilité, car elle conduit à des niveaux d'intérêt insoutenables. En fin de compte, la soutenabilité dépend des croyances, et une crise de la dette, qu'elle soit privée ou publique, n'est rien d'autre qu'un revirement des croyances.* ».

⁴² Adam Smith parlait de défaut souverain : « *Presque tous les États, les anciens comme les modernes, quand ils se sont vus réduits à une telle nécessité, ont fait ressource de ce vrai tour d'escamotage [qu'est la banqueroute nationale]* ». Il préconisait une insolvabilité ordonnée : « *Quand un État se trouve réduit à la nécessité de faire banqueroute, tout comme quand un particulier s'y trouve réduit, une banqueroute franche, ouverte et déclarée est toujours la mesure qui est la moins déshonorante pour le débiteur, et en même temps la moins nuisible au créancier.* » SMITH, *op.cit.*, « Du revenu du souverain ou de la république », in *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, 1776, pp. 173 et suiv.

⁴³ Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton/Oxford, Princeton University Press, 2009, 433p.

monétaire, par détournement de sûretés, voire par répudiation pure et simple⁴⁴. Les situations sont si diverses que la doctrine en dresse un inventaire : le non-règlement des obligations financières d'un État constitue un défaut souverain, le refus de régler s'apparente à une non-reconnaissance de dette, tandis qu'une inaptitude à régler une créance arrivée à échéance serait caractéristique d'une faillite⁴⁵. On considèrera dans ce travail que la notion de défaut renvoie à la situation générale, dans laquelle un État impose des pertes à ses créanciers privés ou publics.

Néanmoins, l'État ne peut pas faire faillite comme on l'entend pour une entreprise. Les emprunteurs du secteur public, c'est-à-dire le souverain et les entités qui lui sont rattachées, ont des caractéristiques juridiques spécifiques. Contrairement à une situation de redressement pour une entreprise, les créanciers ne peuvent remplacer les gouvernements par décision judiciaire. De même, l'augmentation des prélèvements et la diminution des services publics sont limitées⁴⁶. Ces caractéristiques concentrent la dimension singulière de la dette souveraine : celle-ci cristallise des problématiques de philosophie politique. Les bénéficiaires directs des emprunts d'aujourd'hui voteront à la prochaine élection, tandis que les éventuels payeurs ne sont peut-être même pas encore nés⁴⁷.

B. L'intemporalité des crises d'une dette modifiée

Les crises de la dette semblent aussi anciennes que l'emprunt souverain lui-même. Pour les historiens, le premier défaut connu date du IV^e siècle avant J.C. : dix des treize municipalités grecques de l'Association maritime de l'Attique n'avaient pu

⁴⁴ Les États ont le pouvoir de suspendre leurs paiements ou de répudier leur dette, c'est le propre du « risque souverain » pris en compte par les marchés. Voir Jochen ANDRITZKY, *Sovereign Default Risk Valuation: Implications of Debt Crises and Bond Restructurings*, Berlin Heidelberg, Springer, 2006, pp. 15-60.

⁴⁵ Il est important de faire la différence entre ces situations de défaut simple, de non paiement des obligations, de moratorium ou de répudiation puisque la restructuration de la dette dépend de la situation initiale. Voir Odette LIENAU, « The longer-term consequences of sovereign debt restructuring », in *Sovereign Debt Management*, ed. by Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 85-100 ; Michael WAIBEL, « La faillite souveraine en droit - Un Etat peut-il faire faillite ? », in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, ed. by Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J., 2011, pp. 41-63.

⁴⁶ Peter B. KENEN, « The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives », *International Finance*, 2002, 5, pp. 23-45 : « *An insolvent country is one that cannot mobilize the revenues required to service its debt without imposing great pain on its citizens, jeopardizing the survival of its government and impairing the social and political stability of the country itself.* ».

⁴⁷ Lee C. BUCHHEIT, G. Mitu GULATI, « Responsible Sovereign Lending and Borrowing », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 63-92. Sur cette problématique de « generational accounting » au regard de la démographie allemande, voir : Ralf MÖLLER, *Generationengerechtigkeit im Steuerrecht : die generationengerechte Fortentwicklung des Steuerrechts unter besonderer Berücksichtigung der prognostizierten demographischen Entwicklung*, Hamburg, Kova, 2005, 412p.

honorer leur dette à l'égard du temple Delos⁴⁸. À l'époque moderne, les monarchies faisaient si souvent défaut dans le remboursement de leurs emprunts que la pratique était institutionnalisée : la maturité d'une dette était calculée en fonction d'une estimation de la durée de vie du monarque⁴⁹. En analysant la situation économique sur plusieurs siècles, on constate que certains États font régulièrement défaut, comme la France et l'Allemagne, tout autant que les cas plus récents en Amérique latine⁵⁰. Les crises financières internationales ne se présentent pas comme des événements rares et isolés dans le temps. Des dénominateurs communs classiques à toute crise financière se retrouvent dans chaque cas historique : la détérioration des indicateurs macroéconomiques, la psychologie et les paniques des investisseurs, la spéculation.

La structure de l'emprunt a évolué. Historiquement ce sont les États les plus riches qui endossaient le rôle de prêteur dans les relations bilatérales à travers la conclusion de conventions financières ; ces traités internationaux constituaient des aides destinées à des projets de développement précis ou à des financements plus généraux, notamment en période de guerre⁵¹. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, les institutions financières internationales et les banques de développement ont pris le pas sur ces prêts bilatéraux⁵².

Pour se financer plus rapidement et à moindre coût, les États se sont tournés vers les opérateurs privés. Dès les années 1980, plus de la moitié des crédits souverains provenaient de banques commerciales⁵³ qui avaient à leur disposition une considérable réserve de devises provenant des chocs pétroliers de 1973 et 1979. Ces banques, regroupées en syndicats bancaires, accordaient de larges prêts aux États⁵⁴, jusqu'à

⁴⁸ Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, 2007, Cambridge, MIT Press, pp. 3-29.

⁴⁹ Michael WAIBEL, *op.cit.*, pp. 43-45.

⁵⁰ Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, « Serial Default and the "Paradox" of Rich-to-Poor Capital Flows », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2004, pp. 53-58 ; J. BRADFORD DELONG, « Financial Crises in the 1890s and the 1990s: Must History Repeat? », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1999, pp. 253-294.

⁵¹ Voir les exemples du Moyen Âge à l'Époque moderne exposés par David GRAEBER, *Debt: The First 5000 Years*, Melville House, 2011, pp. 223-345.

⁵² Voir Chapitre 1, p. 48 et suiv.

⁵³ Daniel MCGOVERN, « Different Market Windows on Sovereign Debt: Private-sector Credit from the 1980s to the present », in *Sovereign Debt: Origins, Crisis and Restructuring*, ed. by Vinod K. AGGARWAL and Brigitte GRANVILLE, Royal Institute of International Affairs, 2003, pp. 67-91.

⁵⁴ Voir Chapitre 2, p. 66 et suiv.

devoir faire face à l'impossibilité de remboursement des échéances⁵⁵. Afin de se libérer du fardeau de ces contrats de prêts, les banques commerciales, assistées par le Fonds monétaire international et la Banque mondiale, ont titrisé leurs contrats de prêt pour les revendre en tant qu'obligations sur les marchés financiers. Cette technique d'ingénierie financière appelée « *Brady bonds* » rencontra un franc succès auprès des investisseurs privés et marqua le début d'un recours généralisé aux marchés financiers pour les pays en développement. À partir des années 1990, les obligations émises par les États sur les marchés financiers se multiplient jusqu'à constituer la forme la plus répandue du financement souverain actuel⁵⁶.

L'émission d'obligations permet un financement plus rapide et diversifie les sources pour diminuer la dépendance vis-à-vis du secteur bancaire et des financements publics. Or ce phénomène a conduit à la multiplication des créanciers de l'État. De nouveaux investisseurs se sont ajoutés aux créanciers traditionnels pour constituer un ensemble hétéroclite mélangeant des banques commerciales, régionales ou d'investissement, des compagnies d'assurance, des fonds de pension, de mutualisation, de détail ou spéculatifs.

Les instruments de dette se sont également modifiés avec l'utilisation de nouveaux produits : titres adossés aux obligations classiques, *swaps* et options, *warrants* et dérivés de crédits ont explosé tant pour les financements directs que pour le refinancement et les couvertures de risques. Cette évolution explique que l'actualité du défaut souverain soit principalement caractérisée par des situations où les États sont soumis aux aléas de la finance. La volatilité des prix, la disponibilité du crédit et la sensibilité au risque des opérateurs de marché influencent directement la forme et la structure de l'endettement souverain. Les crises actuelles ont un impact international en raison de la financiarisation des techniques d'endettement des États. Se pose alors la question de savoir si les crises de la dette souveraine qui se reproduisent depuis les années 1980 sont endémiques au système de libre circulation du capital en raison de

⁵⁵ Entre 1980 et 1983, les États d'Amérique latine n'ont plus été capable de rembourser leurs prêts bancaires et ont fait défaut successivement : en 1980, la Bolivie et le Nicaragua ; en 1981, le Honduras ; en 1982, l'Argentine, Cuba, l'Équateur, la République dominicaine, le Mexique, Panama et le Venezuela ; en 1983, le Brésil, le Chili, le Costa Rica, le Pérou et l'Uruguay. Voir Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, Cambridge, London, The MIT Press, 2007, pp. 7-8.

⁵⁶ Voir Chapitre 3, p. 79 et suiv.

l'absence de limites à l'endettement, et si les États eux-mêmes peuvent prévenir ou atténuer les effets de telles crises⁵⁷.

C. *L'inexistence de mécanismes institutionnels*

En cas de non-paiement, un cadre juridique global de la gestion des dettes souveraines fait défaut. La recherche de solutions au non remboursement des dettes contractuelles a pourtant toujours existé⁵⁸. L'éventail des tentatives est large entre guerres déclenchées pour des raisons pécuniaires et suppression consécutive des sommes dues.

Au niveau international, l'État a historiquement endossé les réclamations des créanciers lésés qui requéraient auprès de leur gouvernement une protection diplomatique⁵⁹. Cette transposition de la problématique de la dette du niveau national aux relations interétatiques⁶⁰ s'est accompagnée de négociations entre États qui donnèrent progressivement naissance à l'établissement de mécanismes institutionnels élémentaires chargés de percevoir et d'allouer les sommes dues aux créanciers⁶¹. Il s'agissait par ce biais d'assurer un traitement semblable aux détenteurs de titres, mais aussi de garantir un équilibre de forces entre États européens.

⁵⁷ Voir Chapitre 4, p. 110 et suiv.

⁵⁸ L'Ancien Testament mentionne un antécédent du règlement de la dette avec l'application de règles de remise des dettes domestiques pendant l'année du jubilé. Voir Deutéronome 15:1-5: « *Tous les sept ans, vous accorderez une remise de dettes à vos débiteurs* ».

⁵⁹ John Fischer WILLIAMS, *International Law and International Financial Obligations Arising from Contracts*, Leyden, Bibliotheca Visseriana, 1924, 2, pp. 10-11, en particulier la circulaire de Lord PALMERSTON de 1848. La protection diplomatique se définit comme « *l'action par laquelle un État décide d'endosser, de prendre à son compte la réclamation d'un de ses nationaux contre un autre État et de porter par là le litige sur le plan international, par voie diplomatique ou juridictionnelle* », Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, Paris, Presses universitaires de France, 2014, 10^{ème} édition.

⁶⁰ Voir le contentieux opposant la France à la Russie concernant la répudiation des dettes de l'empire tsariste par les bolcheviks en janvier 1918 : Patrick JULLIARD, Brigitte STERN, *Les emprunts russes : aspects juridiques*, Paris, Pedone, 2002, 16 ; Sébastien TOUZE, « L'affaire des emprunts russes devant la Cour européenne des droits de l'homme », *Revue trimestrielle des droits de l'homme*, 2003, 15, pp. 283-316 ; Julien BOUCHER, « Le juge administratif et la combinaison des conventions internationales - Conseil d'État, assemblée, 23 décembre 2011, M. Eduardo José Kandyryne de Brito Paiva, n° 303678 », *Revue française de droit administratif*, 2012, 28, pp. 1-18.

⁶¹ Pour un examen des mécanismes institutionnels de contrôle établi par les puissances européennes, notamment pour les dettes de la Grèce, de l'Égypte, de la Tunisie, de la Turquie et de l'Empire ottoman, voir André ANDREADES, « Les contrôles financiers internationaux », *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1924, Vol. 5, IV, pp. 5-108.

L'ingérence dans les affaires des pays débiteurs au nom du recouvrement de la dette⁶² dérivait jusqu'à l'intervention armée. En 1902, le Royaume-Uni, l'Allemagne et l'Italie bloquaient les ports du Venezuela pour le contraindre à s'acquitter de ses obligations financières⁶³. Face à cette apparente violation du droit international, la communauté internationale condamna un tel recouvrement de dettes⁶⁴. Lors de la seconde Conférence de la Paix à La Haye en 1907 fut alors signée la Convention Drago-Porter « *concernant la limitation de l'emploi de la force pour le recouvrement des dettes contractuelles* »⁶⁵. Ce début d'internationalisation du règlement de la dette souveraine est chargé d'ambiguïté : il marque pour la première fois l'interdiction du recours à la force, mais de manière imparfaite⁶⁶.

Depuis les années 1980, le débat s'oriente autour de moments clés marqués par la structure de la dette. Jusqu'au début des années 1990 se posait la question de la restructuration de milliards de dollars des crédits des banques commerciales afin de ne pas déséquilibrer leurs bilans. L'objectif était de restructurer les prêts privés tout en gérant un effacement de la dette par les créanciers publics multilatéraux et bilatéraux. À partir de 2000, la question de la restructuration des titres obligataires souverains concentre les réflexions sur la gestion des dettes souveraines⁶⁷. Des formules de traitement collectif de la dette ont été développées dans le contexte du Club de Paris⁶⁸ et du Club de Londres qui regroupent respectivement les créanciers publics bilatéraux et les banques commerciales prêteuses. À la fin de 2001, le Fonds monétaire international avait même lancé une proposition de tribunal pour la mise en faillite des États souverains, le plan Krueger, qui fut abandonné en 2003.

⁶² Karl STRUPP, « L'intervention en matière financière », Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye, 1925, Vol. 8, III, p. 78.

⁶³ James Brown SCOTT, « The Venezuelan Preferential Case between Germany, Great Britain, Italy and Venezuela et al. », New York, Carnegie Endowment for International Peace, 1916.

⁶⁴ Luis Maria DRAGO, « The State Loans in Their Relation to International Policy », *American Journal of International Law*, 1907, 1, pp. 692-726.

⁶⁵ Convention de La Haye du 18 octobre 1907 portant renonciation au recours à la force armée pour le recouvrement des dettes contractuelles, dite Convention Drago-Porter, J.O.R.F., 8 décembre 1910.

⁶⁶ Si son article premier interdit le recours à la force, le second alinéa légitime l'intervention armée en cas de refus d'une offre d'arbitrage ou de refus de se conformer à une sentence arbitrale rendue. Voir Chapitre 1, p. 40 et suiv.

⁶⁷ Lee C. BUCHHEIT, « A Quarter Century of Sovereign Debt Management: An Overview », *Georgetown Journal of International Law*, 2004, Vol. 35, pp. 637-640.

⁶⁸ Composé de vingt membres permanents (Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Irlande, Israël, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie, Suède et Suisse), ce groupe informel compte également des participants ponctuels (par exemple Argentine, Brésil, Mexique, Maroc, Portugal) et des observateurs invités à assister aux négociations (notamment représentants des institutions financières internationales, représentants des États débiteurs).

Dans un cadre international, le Fonds monétaire international et les mécanismes privés définissent leurs règles respectives dans le but d'encadrer les aspects privés pour éviter la déroute. La création du G20, en novembre 2008, a marqué la volonté de faire face à la crise de manière coordonnée. Au sein de l'Union européenne, un encadrement juridique se constitue progressivement. Dès 1978 naît le projet de Fonds monétaire européen avec pour ambition de créer un mécanisme de gestion des crises. Laissé de côté, le débat sur la création du Fonds monétaire européen s'est accentué depuis la crise grecque dans le but d'apporter une réponse pérenne face à un vide juridique.

II. La place du droit international dans la gestion des dettes souveraines

En l'absence tant de statut juridique international que de cadre juridique en la matière, on peut s'interroger sur les solutions que le droit peut proposer pour garantir une gestion optimale de l'endettement international (A.). Les échecs des initiatives précédentes (B.) ne préjugent pas d'un renouveau de l'étude du sujet (C.).

A. La recherche d'un encadrement juridique

A ce jour, il existe une économie internationale de l'endettement à laquelle semblent ne répondre aucun régime juridique particulier, aucun corpus établi en matière de gestion des dettes des États. Les supports des dettes souveraines, majoritairement des contrats de droit privé, sont internationalisés en raison de leur circulation entre les opérateurs des marchés financiers⁶⁹. Les marchés internationaux ont un tel impact sur les transactions qu'elles peuvent de moins en moins être exclusivement considérées comme purement internes ou domestiques⁷⁰. Au confluent de la contractualisation de la dette souveraine et de son internationalisation se situe l'objectif d'un encadrement juridique. L'absence actuelle de cadre juridique international provient principalement d'une carence de statut juridique spécifique de la dette souveraine.

⁶⁹ Prosper WEIL, « Problèmes relatifs aux contrats passés entre un état et un particulier », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, Martinus Nijhoff Publishers, 1969, p. 188 : « L'internationalisation ne signifie ni que le contrat devienne l'équivalent d'un traité international ni que les règles du droit international interétatique soient transposables purement et simplement au domaine des contrats. Le contrat internationalisé n'est pas assimilable à un traité, il est simplement un acte international d'un type nouveau. Le droit international qui lui est applicable ne sera pas exactement le même que celui qui régit les rapports entre États, et notamment les traités internationaux; rien n'interdit de penser, en effet, que des principes empruntés au droit international général, tels que *pacta sunt servanda* ou *rebus sic stantibus*, ou bien le principe du respect des droits acquis, ou bien celui de l'enrichissement sans cause, puissent recevoir un contenu concret spécifique en matière contractuelle. ».

⁷⁰ Francisco Orrego VICUÑA, « Of Contracts and Treaties in the Global Market », *Max Planck Yearbook of United Nations Law*, 2004, 8, pp. 341-357.

La dernière crise financière en date reprend les débats des années 1980 pour essayer d'apporter des solutions, cette fois sous l'angle politique des pays développés. Les dettes souveraines ne sont pas constituées d'un seul contrat d'emprunt ; en cas de crise, de nombreux contrats conclus entre l'État débiteur en difficulté et ses créanciers ne peuvent être honorés. Pour se financer, un État peut utiliser des créances multilatérales souscrites auprès de protagonistes divers : des investisseurs privés, des institutions multilatérales, d'autres gouvernements, des banques commerciales. Dans la mesure où ces créanciers peuvent être publics ou privés, il n'existe pas une seule mais plusieurs manières de gérer les dettes souveraines. Les interventions conjointes des autorités nationales, des Banques centrales, du Fonds monétaire international et l'implication active du secteur privé démontrent cette interdépendance dans les relations internationales.

La financiarisation et l'internationalisation de l'endettement souverain ont complexifié le droit applicable aux produits de dette. Ainsi, lorsque l'État s'engage envers un autre État ou une organisation internationale telle la Banque mondiale, la convention de prêt signée répond aux règles du droit international public. Mais pour les contrats de prêts syndiqués⁷¹ et les contrats d'émission d'obligations, les supports juridiques sont exclusivement des contrats de droit privé. Par conséquent, la structure juridique de l'endettement souverain, activité éminemment étatique, est presque exclusivement dominée par le droit privé.

L'encadrement international des relations financières est lacunaire, comme l'illustre la crise de 2008. La situation actuelle se présente sous un angle nouveau en raison de la complexification des produits financiers échangés sur les marchés et de la multiplication des protagonistes impliqués dans le financement de l'économie. Plus encore, les récentes perturbations financières n'affectent plus seulement les pays en développement ou les pays les moins avancés puisque la problématique de la gestion des dettes souveraines se pose en particulier au Japon, aux États-Unis d'Amérique et aux États membres de l'Union européenne. Une coopération entre États s'impose, là où règne encore une faible harmonisation des institutions.

⁷¹ Un contrat de prêt syndiqué est une opération bancaire correspondant à la mise à disposition d'un emprunteur d'une somme d'argent sous la forme d'un crédit par un ensemble de banques réunies en syndicat.

En l'absence de tout mécanisme général permettant de contrôler les flux privés, les plans mis en place ont essentiellement pour rôle de colmater temporairement les difficultés de remboursement. Le droit international se présente comme marginal vis-à-vis de la gestion de l'endettement souverain. Aucun traité international n'est venu fixer de règles relatives au traitement de la dette souveraine. Le constat est toujours le même : « aucune règle de droit international [...] n'a jamais été formulée s'occupant spécialement de la question des dettes entre États »⁷². En cas de défaut, on « bricole » juridiquement une solution qui prend l'appellation officielle de mécanisme *ad hoc*.

B. Des propositions concrètes manquées

Le débat sur l'introduction dans l'architecture financière internationale d'un mécanisme de règlement des défauts souverains divisait déjà la communauté internationale au milieu des années 1970. Les pistes de réflexion menées au sein du Fonds monétaire international au début des années 2000 pour l'instauration d'un mécanisme global se sont soldées par un échec. La proposition Krueger se fondait sur cette nouvelle réalité de l'endettement souverain. Si auparavant les banques commerciales, principaux créanciers, étaient liées par une clause de partage qui les rendait solidaires au moment de la restructuration, la généralisation des émissions obligataires et le développement des titres financiers vendus sur le marché secondaire n'ont fait qu'augmenter les contentieux contre les États. Le FMI proposait donc une solution organisée.

La défiance vis-à-vis de la proposition du FMI renvoie à la question des intérêts intrinsèques à la recherche d'un cadre. Si le bénéfice d'une telle structure revenait à favoriser les États trop endettés, les créanciers seraient entravés dans le recouvrement de leurs créances. Les solutions des premiers posent d'irréductibles problèmes aux seconds. En outre, reste à savoir qui privilégier entre l'intérêt des contractants et le fonctionnement du système financier international. Enfin, la recherche d'un mécanisme global de règlement du défaut souverain n'est qu'un palliatif à la question de la gestion de l'endettement souverain. Des techniques de prévention du surendettement ainsi qu'une gestion efficace des finances publiques sont des préalables nécessaires.

⁷² John Fischer Williams K.C, « Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1923, pp. 298-302.

À défaut d'initiatives, le cadre juridique du financement souverain continue de fonctionner sous l'impulsion des interactions entre opérateurs économiques privés. L'objectif de cette recherche est d'étudier les supports d'endettement et le fonctionnement du financement souverain afin de dégager la marge de manœuvre disponible à l'État pour la gestion de son endettement.

Les récentes perturbations financières ont fait réagir les différents opérateurs au sein des institutions financières internationales, des gouvernements et des entités privées pour prendre en main la situation à court terme et en maîtriser les effets, mais également pour définir à long terme le cadre juridique à choisir pour la gestion des dettes souveraines. En se situant au carrefour des différentes branches du droit, le sujet est au cœur du droit international économique en mêlant droit public et privé, droits nationaux et européen⁷³. Le droit international public fait partie du corpus juridique de l'endettement souverain au même titre que les autres droits et est appelé à jouer un rôle dans une arène dominée par les contrats privés, s'inscrivant dans la logique de l'internationalisation du droit⁷⁴.

C. Détermination du champ de l'étude

L'endettement international est traité de manière globale pour prétendre à l'efficacité. L'avantage de la méthode est qu'elle assure une vision large, mais les inconvénients sont les carences qui en résultent. Les discussions sur le thème de la dette souveraine sont légion, les arguments avancés pertinents, mais la perspective d'ensemble fait souvent défaut entre la situation *ex post* et les mesures applicables *ex ante*. C'est pourquoi l'objectif est de présenter une conception étendue du droit applicable pour que notre démonstration soit justifiée. Ce choix implique que l'on

⁷³ Jean-Marc SOREL, « Le droit international au début du XXI^e siècle : un salutaire chaos permanent mêlant humanisme et réalisme », in *Regards d'une génération sur le Droit International*, ed. by Emmanuelle JOUANNET, Hélène Ruiz FABRI, and Jean-Marc SOREL, Paris, Pedone, 2008, pp. 395-411 : « Il faut se saisir des croisements entre droit interne et droit international, de leur comparaison, de la rencontre entre droits nationaux et droit international privé, pour comprendre ce qu'est le droit international aujourd'hui, et ce que sont le droit interne et ses évolutions. ».

⁷⁴ Mireille DELMAS-MARTY, « Etudes juridiques comparatives et internationalisation du droit », in *Leçon inaugurale au Collège de France*, (Paris: Librairie Fayard, 2003), : « il n'est plus possible aujourd'hui de méconnaître la superposition de normes, nationales, régionales et mondiales, ni la surabondance d'institutions et de juges, nationaux et internationaux, à compétence élargie. Ces réalités nouvelles font évoluer le droit vers des systèmes interactifs, complexes et fortement instables. Plus que d'une défaite du droit, c'est peut-être d'une mutation qu'il s'agit, une mutation de la conception même de l'ordre juridique. ».

passera rapidement sur certaines notions. Tout ne sera pas analysé afin de conserver le raisonnement : un plaidoyer pour l'intervention des États envers plus de régulation.

En raison de la multiplicité des situations d'endettement, on étudiera le financement d'une manière générale, en distinguant cependant selon une typologie économique les dettes des pays en développement des dettes des pays développés. Des exemples particuliers seront apportés. La continuité normative de la dette est intrinsèquement liée à des variables historiques et politiques, influencées par des acteurs politiques, des idéologies changeantes et des structures publiques et privées mouvantes. Toutes les catégories de dettes qui pourraient être indirectement rattachées ne seront pas non plus étudiées, mais présentées en exemple. De plus, cette étude ne sera pas guidée par le traitement du droit applicable au contentieux des dettes souveraines. La jurisprudence soulève des questions qui pourront être discutées, mais l'exécution des obligations (« *enforcement of sovereign debt* ») n'est pas au centre de l'analyse même si on s'y réfèrera ponctuellement. L'objet de cette thèse n'est pas d'analyser les réformes qui ont été ou pourraient être adoptées en matières bancaire ou financière. Certaines de ces réformes étant susceptibles d'interagir avec le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines, ces questions seront néanmoins évoquées.

La thèse analyse les outils existants et cherche à les compléter. Il ne s'agit pas d'apporter une réponse à la crise des dettes souveraines, mais de prendre un recul permettant de se positionner en faveur des mesures à renforcer. À partir de la crise de la dette souveraine en Europe et en particulier de la restructuration de la dette grecque, on peut analyser les causes juridiques de la crise et les problèmes de gestion qui en sont à l'origine, afin de déterminer les principes pouvant concrètement apporter un support aux États. Il ne s'agit pas de résoudre par le droit un problème d'endettement, mais de voir dans quelle mesure le droit est intimement lié à la gestion de la dette et à quel point l'évolution des règles est corrélée à l'évolution des situations d'endettement.

Puisqu'il faut aussi du droit *a priori* pour qu'il y ait une possibilité d'action, l'objectif de la première partie est d'analyser les instruments juridiques par le biais desquels les États s'endettent. La deuxième partie se fonde sur cette analyse pour compléter le cadre juridique existant par des propositions destinées à renforcer le cadre réglementaire. La chronologie n'est pas forcément respectée : c'est l'*instrumentum* de la dette qui est au cœur du raisonnement.

À l'heure où le discours économique domine la politique, envisager le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines peut paraître secondaire : le juriste est souvent contraint d'appliquer les décisions dictées par l'analyse économique. On constate d'ailleurs que le traitement du thème de la dette est souvent éminemment politique et économique, alors qu'il soulève d'importantes questions juridiques. À cette première objection s'ajoute le statut du droit international, « *une manière d'aider à vivre plus qu'une construction idéale, une technique adroite plus qu'une science pure, un art de l'imbrication plus qu'un ensemble de commandements sans lendemains* »⁷⁵. Cette modestie du droit international atteint la démesure en matière de dette où les règles traditionnelles sont mises à l'écart, où les mécanismes de traitement de l'endettement semblent extérieurs au droit international.

Le paradoxe se renforce puisqu'à cette négation du droit répond un appel généralisé à l'élaboration d'un cadre normatif. Les acteurs et sujets de l'endettement refusent même de reconnaître la présence du droit tout en élaborant *sui generis* une construction juridique ne tombant dans aucune des catégories classiques du droit international. Ce développement d'une pratique parallèle assortie d'effets juridiques réels se consolide. Ces règles sont respectées non parce qu'elles sont obligatoires, mais parce que leur non application serait préjudiciable. Ainsi s'établissent des règles applicables à la gestion de la dette, qui forment un prélude d'un droit international de la gestion de la dette.

La présente étude illustre les péripéties du droit international et la querelle sur les normes. Sans partir à la recherche d'un nouveau système, on se fonde sur le constat que le droit est confronté aux problèmes économiques : les rapports internationaux sont dominés par le phénomène économique⁷⁶. Les structures de la communauté internationale sont transformées par la multiplication des outils et des opérateurs. Dans cet ensemble complexe, le droit international trouve sa place, parfois de manière spontanée⁷⁷. *In fine*, il n'existe pas un droit unifié ou codifiable mais seulement des principes généraux ou communs.

⁷⁵ SOREL, *op.cit.*, « Le droit international au début du XXIe siècle : un salutaire chaos permanent mêlant humanisme et réalisme », in *Regards d'une génération sur le Droit International*, ed. by JOUANNET, FABRI, and SOREL, Paris, Pedone, 2008, pp. 395-411.

⁷⁶ René-Jean DUPUY, *La communauté internationale entre le mythe et l'histoire*, Paris, Economica, 1986, pp. 29-33.

⁷⁷ Pascale DEUMIER, *Le droit spontané*, Economica, 2002, pp. 10-15.

Dans cette thèse, nous soutenons que la gestion des dettes souveraines amène à une plus grande intervention de l'État. Pour ce faire, une importante part du discours (« *framing* ») oriente l'idée que l'on se fait du cadre juridique de la gestion des dettes souveraines et qui entraîne une immobilité de la part des acteurs dans les réformes à mettre en place. Les derniers développements en la matière voient s'imposer la voix de l'Assemblée générale des Nations Unies qui s'intéresse aux dettes souveraines par le biais du Conseil des droits de l'homme⁷⁸. À l'heure actuelle, la dimension politique est au cœur du traitement de l'endettement souverain ; on est encore loin d'une nouvelle théorie de la souveraineté qui émergerait d'un traitement apolitique de la dette⁷⁹.

Au-delà des lacunes juridiques contemporaines, cette analyse prospective déterminera l'existence d'instruments juridiques sans se limiter à envisager l'élaboration d'un cadre juridique international hypothétique en cas de défaut souverain. Il s'agira plutôt d'étudier le cadre juridique international de la gestion des dettes souveraines dans son ensemble, situé intrinsèquement à l'intersection des intérêts privés (**PREMIERE PARTIE**) et de la gestion publique (**DEUXIEME PARTIE**).

⁷⁸ Le 11 septembre 2015, l'Assemblée générale des Nations Unies a adopté une résolution destinée à établir « *un ensemble de principes clairs pour la gestion et le règlement des crises financières* ». Avec 136 voix pour, 6 contre et 41 abstentions, le vote reflète les oppositions géopolitiques actuelles : les pays en développement ont voté en faveur de mesures visant à accroître la stabilité et l'équité du système financier international, tandis que les pays développés bloquent ces mesures en faisant valoir que les discussions doivent avoir lieu au sein des institutions financières internationales et non de l'ONU. L'Allemagne a voté contre ce texte, la France s'est abstenue. Voir UNCTAD, « United Nations General Assembly adopts basic principles on sovereign debt restructuring », (Geneva, 11 septembre 2015),

⁷⁹ Un élément intéressant du sujet est d'envisager le régime de gestion des dettes souveraines de manière apolitique. Or rien que la présence du terme souveraineté invoque un des concepts les plus controversés en science politique et en droit international. Voir Odette LIENAU, *Rethinking Sovereign Debt: Debt and Reputation in the Twentieth Century*, Harvard University Press, 2014, 344p.

PREMIERE PARTIE. LES DETTES SOUVERAINES, ENTRE INTERETS PUBLICS ET INSTRUMENTS PRIVES

Cette première partie s'attache à l'étude du phénomène du financement de l'État. Nous l'envisagerons non comme une manifestation isolée, mais comme le résultat d'un ensemble de mécanismes et d'instruments nés de rapports contractuels entre opérateurs économiques. Comme nous le verrons, les obligations financières d'un État peuvent naître de traités internationaux conclus avec d'autres sujets de droit international ou de contrats de droit privé souscrits auprès de banques commerciales. L'émission de titres de dette sur les marchés financiers impose également des obligations vis-à-vis de différents types d'investisseurs qui deviennent créanciers de l'État. Cet ensemble pose la question des obligations juridiques internationales dans le cadre de l'endettement des États

Nous considérons que ces obligations renvoient au contenu des normes et aux comportements que ces normes rendent obligatoires : il existe des obligations primaires définies dans des instruments et des obligations secondaires qui accompagnent les premières en fonction de leur autorité juridique. Dans cette première partie, nous appliquerons cette analyse aux instruments et aux clauses propres aux contrats obligataires de dette souveraine. De cet enchevêtrement d'intérêts publics et d'instruments privés, nous mettrons en avant un fonctionnement le financement souverain qui soulève des questions sur le droit applicable et la place de l'État dans l'organisation du système.

Au cœur du problème se trouve l'internationalisation croissante des activités financières rattachées à l'action souveraine des États. Dans ces conditions, c'est le droit international privé qui intervient dans la mesure où les instruments financiers reposent sur des contrats de droit interne : il est particulièrement apte à analyser ces questions d'entrelacement de droits nationaux. Quant au droit international public, il n'intervient que sporadiquement dans la structuration juridique de l'emprunt souverain. Il n'a que

peu vent au chapitre de la souveraineté économique et monétaire des États⁸⁰. Pourtant, les droits nationaux et le droit international privé n'offrant pas de solution globale au problème des dettes souveraines, nous accentuerons l'apport du droit international public est d'envisager des solutions d'intérêt général et poser la question de l'engagement vers un « *welfare capitalism* » destiné à promouvoir l'intérêt général.

Tout en répondant aux questions purement factuelles – comment est contractée la dette, pour quelles raisons, auprès de qui ? – le raisonnement repose sur l'analyse des méthodes juridiques utilisées pour structurer cette dette. En la matière, il n'existe pas de modèle hiérarchique dominé par l'État. Ce dernier n'est plus dans une position de toute-puissance à partir du moment où il emprunte et se soumet économiquement à ses créanciers. On entre dans ce qui correspond à un système en réseau⁸¹ où coexistent selon nous des intérêts publics cristallisés dans des instruments privés (**TITRE I**). Nous démontrerons que par la contractualisation des supports de la dette, l'endettement souverain tout comme le défaut sont de fait privatisés (**TITRE II**).

Cette privation de l'*instrumentum* et des opérateurs s'explique par la composition et la mise en place du financement souverain. L'État et le secteur public dans son ensemble rassemblent une dette multilatérale et une dette bilatérale officielle (**Chapitre 1**), une dette envers les banques commerciales (**Chapitre 2**) et une dette constituée des obligations et autres titres d'emprunts (**Chapitre 3**), comme l'expose la typologie du Guide des statistiques de la dette extérieure du Fonds monétaire international⁸². Cette structuration de l'emprunt, majoritairement et quantitativement orientée vers le secteur privé, constitue un facteur de risque en cas de crise économique et financière (**Chapitre 4**).

⁸⁰ Geneviève BASTID-BURDEAU, « L'exercice des compétences monétaires par les Etats », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1989, pp. pp. 211-369.

⁸¹ Francois OST, Michel van de KERCHOVE, *De la pyramide au réseau ? Pour une théorie dialectique du droit*, Bruxelles, Facultés universitaires Saint-Louis, 2002, pp. 13-22.

⁸² FMI, « Statistiques de la dette extérieure. Guide pour les statisticiens et les utilisateurs », Washington D.C., Fonds monétaire international, 2003, mis à jour en 2013.

TITRE I. LA CONTRACTUALISATION DES SUPPORTS DES DETTES

On s'accorde généralement sur le fait que le fondement des rapports de l'État personne morale de droit international avec les autres États est le traité soumis au droit international public. Pourtant, en matière de financement, nous constaterons que le recours à cet instrument juridique est sporadique. En dehors des traités bilatéraux d'investissements⁸³, le droit international public n'est qu'occasionnellement utilisé dans les domaines de la finance et du développement. La majorité des supports de dette sont des contrats internationaux de droit privé. Ce constat conduit à s'interroger sur la marge de manœuvre de l'autorité souveraine à l'égard de la dette : nous remarquerons que celle-ci est réduite, tant au niveau des négociations contractuelles que de l'insertion du droit applicable. En pratique, chaque contrat détaille ledit droit, qui est généralement un droit étranger à celui de l'emprunteur souverain. Nous examinerons les dispositions contractuelles dictées par des règles du marché qui orientent les renégociations en cas de défaut. Nous concluons à une généralisation de ces contrats-types qui les convertit en quasi contrats d'adhésion dépendant d'une discipline de marché.

Si l'on considère l'histoire économique des deux derniers siècles, on constate que les différentes méthodes de financement se sont développées conjointement : le recours aux traités internationaux auprès de sujet de droit international et les contrats conclu avec des banques commerciales. Sans chercher à distinguer artificiellement une première période prolifique en protocoles financiers internationaux suivie d'une seconde caractérisée par la contractualisation des supports de dette, on observe néanmoins une raréfaction des protocoles financiers (**Chapitre 1**) au profit d'une généralisation du recours au support des contrats internationaux de droit privé sous la forme d'emprunts bancaires (**Chapitre 2**).

⁸³ Les conventions bilatérales de promotion et de protection des investissements (ou traités bilatéraux d'investissements) se sont multipliées depuis une vingtaine d'années pour garantir la protection et le traitement juste et équitable à l'investisseur d'un État sur le territoire d'un autre État. Nous ne les intégrons pas à notre analyse des supports de la dette souveraine dans la mesure où ils sont utilisés dans un deuxième temps en cas de contentieux. Voir Ellie NORTON, « International Investment Arbitration and the European Debt Crisis », *Chicago Journal of International Law*, 2012, Vol. 13, pp. pp. 291-316 ; W. Mark C. WEIDEMAIER, « Contracting for State Intervention: The Origins of Sovereign Debt Arbitration », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 335-355 ; Esther KENTIN, « Economic Crisis and Investment Arbitration: The Argentine Cases », in *Les aspects nouveaux du droit des investissements internationaux / New Aspects of International Investment Law*, ed. by Philippe KAHN and Thomas W. WÄLDE, Martinus Nijhoff Publishers, 2004, pp. 629-667.

CHAPITRE 1. LA RAREFACTION DES PROTOCOLES FINANCIERS INTERNATIONAUX

Dans ce premier chapitre, nous nous intéresserons à la dette extérieure publique dans le cadre d'un financement souverain effectué auprès de sujets de droit international. Les conflits armés sont à l'origine des premiers accords financiers interétatiques mais ne sont pas représentatifs du rôle de l'État prêteur dans le financement international. Nous envisagerons les cas où un État débiteur négocie avec d'autres États ou des organisations internationales ; leurs accords prennent alors la forme de protocoles financiers. Nous remarquerons que cette pratique de financement est peu fréquente.

Loin de dresser un panorama exhaustif de la diversité des relations internationales et de ces accords, on illustrera plutôt le rôle de prêteur de l'État pour comprendre dans quel cadre le droit international public est utilisé et quel support est utilisé pour la conclusions des protocoles financiers internationaux. C'est la raréfaction de ces conventions qui entraîne une marginalisation de l'utilisation du droit international public dans le domaine financier. Il demeure néanmoins le droit applicable aux protocoles financiers bilatéraux signés entre États (**Section 1**) et à certaines conventions de prêt octroyées par les organisations financières internationales (**Section 2**).

Section 1. La coopération financière bilatérale et la dette politique

Historiquement très répandues jusqu'à la fin de la Seconde Guerre mondiale dans le cadre de conflits militaires ou résultant de guerres, les conventions financières bilatérales se retrouvent à présent principalement dans des cas de financements relatifs à l'aide au développement (I.). Alors que ces relations financières constantes et anciennes sont interétatiques, on aurait pu imaginer qu'un consensus relatif à un instrument conventionnel international réglementant ce type d'endettement public international aurait pu se dégager. Or, comme nous le verrons, il n'en est résulté aucun dispositif (II.).

I. Les relations internationales au cœur de la conclusion d'accords financiers interétatiques

Le traité international formalise le concours de volontés entre les parties, sujets de droit international⁸⁴. Comme pour tout traité, la validité des protocoles financiers internationaux dépend du respect de règles de droit international (A.). Ces impératifs procéduraux, longs et complexes, ne sont pas les seuls facteurs expliquant la marginalisation de ces protocoles typiques du rôle de l'État prêteur international, comme nous le verrons (B.).

A. Les obligations financières souveraines et le droit international

Les obligations financières d'un État peuvent naître d'un traité, d'un conflit ou d'une action causant un dommage⁸⁵. Les protocoles financiers de droit international trouvent leur origine dans les pratiques militaires : lors d'un conflit, les puissances

⁸⁴ Les accords financiers conclus entre États se rencontrent sous de multiples appellations, étant donné « qu'un accord international peut prendre des formes variées et se présenter sous des dénominations diverses » (*Délimitation maritime et questions territoriales entre Qatar et Bahreïn, compétence et recevabilité*, arrêt, CIJ Recueil 1994, p. 120). Ainsi on parle d'accord, convention, déclaration, mémorandum d'accord, pacte, protocole, traité, etc. La CIJ considère que « la terminologie n'est pas un élément déterminant quant au caractère d'un accord ou d'un engagement international » (*Affaires du Sud-Ouest africain (Éthiopie c. Afrique du Sud ; Libéria c. Afrique du Sud), exceptions préliminaires*, arrêt, CIJ Recueil 1962, p. 331).

⁸⁵ Un contentieux peut conduire à reconnaître une dette internationale d'un État, notamment dans le cas des indemnités fixées par la Cour internationale de justice. Par exemple l'arrêt du 19 juin 2012 fixant l'indemnité à verser par la République démocratique du Congo à la République de Guinée. Ces obligations délictuelles, bien que primordiales pour la théorie et la pratique du droit international, ne présentent qu'une importance secondaire au regard du financement des États et ne seront pas traitées. *Ahmadou Sadio Diallo (République de Guinée c. République démocratique du Congo)*, indemnisation, arrêt, CIJ Recueil 2012, p. 324. Philippe WECKEL, Miranda METOU, Tidiani COUMA, « Chronique de jurisprudence internationale », *Revue Générale de Droit International Public*, 2012, 3, pp. 711-736.

alliées s'accordaient des crédits entre elles, ainsi qu'en témoignent les multiples traités conclus au XIX^e siècle. Si l'on remonte encore plus loin encore dans le temps, on constate que depuis les guerres napoléoniennes, les vaincus sont communément obligés d'indemniser les vainqueurs sous forme de réparations de guerre, comme l'illustre l'article 7 du traité de paix entre l'Empire allemand et la France du 10 mai 1871⁸⁶. L'escalade des réparations de guerre prit fin en Europe lors de la conférence de Yalta en 1945, mais le règlement des dettes de la Première et Seconde guerres mondiales ont profondément marqué le droit international.

À la fin de la Première guerre mondiale, deux types de dette furent renégociées : d'un côté les réparations allemandes⁸⁷ et de l'autre les dettes interalliées. Les premières furent traitées dans un cadre institutionnel international qui vit émerger des principes juridiques en la matière. La nature de ces dettes de guerre est éloignée d'une logique contractuelle, comme le rappellent les articles 231 et 232 du traité de Versailles de 1919⁸⁸. L'article 233 instaura une Commission des réparations destinée à fixer le montant dû ainsi que les modalités de règlement⁸⁹. Les sommes étaient versées à la Banque des règlements internationaux, créée spécialement en 1930 pour gérer ces réparations⁹⁰. Après les plans de réaménagement Dawes (1924-1929) et Young (1930-1932) et en raison de l'hyperinflation de la République de Weimar, l'accord conclu à Lausanne en 1932 annula de fait quatre-vingt-dix pour cent du montant originel de ces

⁸⁶ Article 7 : « *Le paiement de cinq cent millions aura lieu dans les trente jours qui suivront le rétablissement de l'autorité du Gouvernement français dans la ville de Paris. Un milliard sera payé dans le courant de l'année et un demi-milliard au 1^{er} mai mil huit cent soixante-douze. Les trois derniers milliards resteront payables au 2 mars mil huit cent soixante-quatorze, ainsi qu'il a été stipulé par le traité de paix préliminaire. A partir du 2 mars de l'année courante, les intérêts de ces trois milliards de francs seront payés chaque année, le 3 mars, à raison de cinq pour cent par an [...]* ».

⁸⁷ Pour plus de détails, v. Germain CALMETTE, *Recueil de documents sur l'histoire de la question des réparations (1919-1921)*, Paris, Alfred Costes, 1935, 539p. ; Richard CASTILLON, *Les réparations allemandes : deux expériences - 1919-1932 ; 1945-1952*, Paris, PUF, 1953, 200p.

⁸⁸ Article 231 : « *Les Gouvernements alliés et associés déclarent et l'Allemagne reconnaît que l'Allemagne et ses alliés sont responsables, pour les avoir causés, de toutes les pertes et de tous les dommages subis par les Gouvernements alliés et associés et leurs nationaux en conséquence de la guerre qui leur a été imposée par l'agression de l'Allemagne et de ses alliés.* » ; Article 232 : « *Les Gouvernements alliés exigent [...] et l'Allemagne en prend l'engagement, que soient réparés tous les dommages causés à la population civile des alliés et à ses biens [...]* ».

⁸⁹ Ce n'est qu'en octobre 2010 que l'Allemagne a fini de payer le montant imposé par les alliés : Eric CHOL, Romaric GODIN, « L'Allemagne a remboursé ses dernières dettes datant de la 1^{ère} Guerre mondiale », *La Tribune*, 1^{er} octobre 2010. Voir également : BUNDESFINANZMINISTERIUM, « Zur Auflösung der Bundeswertpapierverwaltung: Ein Rückblick auf die Schuldenverwaltung in Deutschland von 1820 bis 2006 », Berlin, Bundesministerium der Finanzen, 2006.

⁹⁰ Benvenuto GRIZIOTTI, « La Banque des Règlements Internationaux », *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1932, IV, pp. 359-463.

réparations⁹¹. Ces réparations allemandes témoignent d'une pratique d'allègement de la dette.

Quant aux dettes interalliées conclues dans le cadre d'une alliance militaire, elles étaient constituées des engagements contractés par les Alliés auprès des États-Unis pour financer la guerre contre l'Allemagne⁹². Alors qu'il était prévu de les régler à l'amiable, la France et la Grande-Bretagne remirent en question leur nature juridique et l'obligation de remboursement⁹³. Ces engagements avaient à la fois un caractère commercial, puisqu'il s'agissait du financement d'équipements sous la forme d'obligations souscrites par des particuliers, mais également politique, dans le cadre d'une alliance militaire. En raison de sa faible capacité de remboursement, la France alléguait qu'elle ne pourrait rembourser que les montants qui lui seraient versés au titre du traité de Versailles⁹⁴. Or les États-Unis n'avaient pas ratifié ce dernier et s'en tenaient au principe *pacta sunt servanda*. Le règlement se fit par négociations bilatérales : l'accord Mellon-Baldwin pour la Grande-Bretagne en juin 1923 et l'accord Mellon-Bérenger pour la France en avril 1926, qui comportait une réduction de dette⁹⁵. Avant la fin des remboursements, un moratoire suspendit tous les paiements en raison de la situation économique mondiale suite au krach boursier de 1929⁹⁶. Ainsi, le règlement des dettes interalliées présente également une réduction de la dette.

⁹¹ Hans RONDE, *Von Versailles bis Lausanne : der Verlauf der Reparationsverhandlungen nach dem ersten Weltkrieg*, Stuttgart, Kohlhammer, 1950, pp. 161-207.

⁹² Les prêts étaient accordés par des particuliers et prirent la forme d'émissions d'obligations, les *First Liberty Bonds*, placés sous la tutelle du Trésor. Harry GIDEONSE, *War Debts*, Chicago, The University of Chicago Press, 1933, pp. 3-9, citant le Professeur Taussig de l'Université de Harvard : « *The form of loan was chosen because it was the easiest and quickest way to get the thing done. Doubtless in the rush and pressure of the crisis no deliberate choice was made. It was all a matter of getting things done.* ».

⁹³ Pour une étude approfondie des dettes inter-alliées, v. Denise ARTAUD, *La question des dettes interalliées et la reconstruction de l'Europe (1917-1929)*, Paris, Librairie Honoré Champion, 1978, 999p.

⁹⁴ Roger PICARD, Paul HUGON, *Le problème des dettes inter-alliées - nécessité d'une révision*, Paris, Librairie Plon, 1934, pp. 77-89 et pp. 154-162 : « *Plus encore, la France posa deux questions éthique : comment les États-Unis pouvaient-ils se prévaloir de leurs droits alors que leurs citoyens se trouvèrent enrichis suite aux profits commerciaux réalisés grâce à la guerre tandis que la France avait essuyé de considérables pertes et ne disposait donc pas des ressources nécessaires pour s'acquitter de ses dettes ? et comment ceux-ci pouvaient-ils s'attendre à ce que des crédits consentis dans une optique destructive et non constructive puissent effectivement être remboursés ?* ».

⁹⁵ Il est intéressant de noter que cet accord ne comporte pas de clause de sauvegarde liant le remboursement des dettes françaises aux sommes perçues à titre des réparations allemandes, mais une clause de report offrant la possibilité de repousser les obligations de remboursement en cas de défaut de l'Allemagne. Voir la déclaration du président Herbert Hoover : « *The definite settlement of the amounts to be paid in complete discharge of this debt is a cause for mutual satisfaction, removing as it does a question that has occasioned much controversy and debate.* ». « Statement on France's Ratification of the Mellon-Berenger Agreement for Settling Its War Debt », July 28, 1929. Online by Gerhard Peters and John T. Woolley, The American Presidency Project.

⁹⁶ BRI, « Deuxième rapport annuel », Bâle, Banque des règlements internationaux, 1932, pp. 21-25.

Le traitement juridique à réserver aux réparations et dettes de guerre se posa à nouveau à la fin de la Seconde guerre mondiale. Cette fois, le droit à réparation laissa une place plus large à la nécessité de coopérer, comme l'illustre la mise en place du plan Marshall en Europe qui initie une coopération économique. Dans le protocole de Yalta signé en février 1945, l'objectif principal est avant tout la paix ; il n'accorde donc qu'une place secondaire aux réparations⁹⁷. Ces dernières furent discutées lors de la conférence de Potsdam en juillet 1945 ; la notion de responsabilité du gouvernement national-socialiste placé en dehors du droit international fut retenue sur le fondement de la notion de *Gesunde Volksempfinden*⁹⁸ ; le territoire fut partagé en quatre zones d'occupation destinées à servir de prélèvements au titre des réparations. Indirectement, la recherche de nouvelles manières de gérer les réparations de guerre est un des facteurs qui mena à la Guerre froide.

Si les traités de réparations de guerre semblent désormais faire partie de l'histoire, on en retrouve néanmoins des réminiscences. On peut citer ainsi le point 16 de la résolution 687 du Conseil de sécurité des Nations Unies datée du 3 avril 1991 concernant l'invasion du Koweït par l'Irak qui fut reconnu entièrement responsable des dommages causés⁹⁹. Plus encore, la Commission des réclamations entre l'Erythrée et l'Éthiopie a reconnu le 17 août 2009 la responsabilité des deux États en décidant que des compensations monétaires devaient être attribuées à chacun¹⁰⁰.

Le droit international présente donc une expertise pertinente pour régler ce type de dettes. Lorsque pour se financer, l'État a recours à un emprunt octroyé par un autre État, l'*instrumentum* est soumis au droit international public et régi par la Convention

⁹⁷ Article V du Protocole de Yalta : « L'Allemagne devra rembourser en nature les pertes subies de son fait par les pays alliés au cours de la guerre. Les réparations devront être perçues, par priorité, par les nations qui ont porté le principal fardeau de la guerre, qui ont subi les pertes les plus lourdes et qui ont contribué à la victoire sur l'ennemi. ».

⁹⁸ Voir Angelika KLEINZ, *Individuum und Gemeinschaft in der juristischen Germanistik. Die Geschworenengerichte und das 'gesunde Volksempfinden'*, Heidelberg, Universitätsverlag C. Winter, 2001, 257p.

⁹⁹ « 16. Réaffirme que l'Iraq, sans préjudice de ses dettes et obligations antérieures au 2 août 1990, qui seront traitées par les voies normales, est responsable, en vertu du droit international, de toute perte, de tout dommage – y compris les atteintes à l'environnement et la destruction des ressources naturelles – et de tous autres préjudices directs subis par des États étrangers et des personnes physiques et sociétés étrangères du fait de son invasion et de son occupation illicites du Koweït. ».

¹⁰⁰ Commission des réclamations Érythrée-Éthiopie, Sentence finale, Réclamations de dommages, Décision du 17 août 2009. Voir Pierre D'ARGENT, « La Commission des réclamations Érythrée/Éthiopie : suite et fin », *Annuaire Français de Droit International*, 2009, 55, pp. 279-297. Voir également du même auteur *Les réparations de guerre en droit international public – La responsabilité internationale des états à l'épreuve de la guerre*, Bruylant, 2002, 904p.

de Vienne de 1969 sur le droit des traités. Sa conclusion concentre à la fois l'exercice et l'attribut de la souveraineté, puisque l'État est libre de s'engager financièrement au travers de ce traité. Il négocie les termes de l'accord, notamment en ce qui concerne la monnaie de prêt et les conditions de remboursement. À cet égard, il est conventionnellement convenu que la législation nationale, particulièrement en matière de contrôle des changes, n'affecte pas les dettes soumises au droit international¹⁰¹ ; l'État ne peut utiliser son pouvoir législatif pour se soustraire à ses obligations en vertu du droit international public¹⁰².

Pour assurer la validité de l'accord de volonté, les règles de forme et de fond constitutives du droit international public doivent être respectées. Pour la forme, le droit international et le droit interne sont conjointement appliqués lors de la procédure de conclusion et d'adoption. L'État applique librement son droit interne, c'est-à-dire qu'il soumet le traité à la procédure constitutionnelle en vigueur. Classiquement, après définition du mandat de négociation de ses représentants, le texte signé doit être ratifié par le pouvoir exécutif avant de pouvoir entrer en vigueur. Cependant, les relations internationales ont fait évoluer la pratique vers un raccourcissement des formalités. En effet, les lenteurs de la « procédure dite longue » ne répondent pas aux impératifs dans les domaines économiques et financiers. Par conséquent, on applique plus généralement une « procédure dite courte », inspirée des *executive agreements* des États-Unis¹⁰³. Dans tous les cas, l'instrument est ensuite enregistré et publié, conformément à l'article 102 de la Charte des Nations Unies.

Pour le fond, l'État engage sa responsabilité internationale en cas de non-respect de ses obligations, comme le dispose l'article 26 de la Convention de Vienne qui consacre le principe de la règle *pacta sunt servanda*. La rupture d'un tel engagement est envisagée sous la forme d'une clause devenue classique, issue des techniques de modélisation conventionnelle qui fournissent des bases juridiques lors des négociations bilatérales. Cette clause prévoit habituellement le recours aux négociations

¹⁰¹ « Au regard du droit international et de la Cour qui en est l'organe, les lois nationales sont de simples faits, manifestations de la volonté et de l'activité des États, au même titre que les décisions judiciaires ou les mesures administratives. » (CPJI, 25 mai 1926, Affaire relative à certains intérêts allemands en Haute-Silésie polonaise (Fond), série A, n°7, p. 19.)

¹⁰² Hugo J. HAHN, « Public foreign debts and international law », *Law and state : a biannual coll. of recent German contributions to these fields*, 1986, 33, pp. 7-26.

¹⁰³ Patrick DAILLIER, Mathias FORTEAU, Nguyen Quoc DINH, Alain PELLET, *Droit international public*, Paris, L.G.D.J., 2009, pp. 157-160.

diplomatiques entre États ou à l'application du droit international public en cas de divergence dans l'interprétation ou l'application du traité, comme l'illustre cet exemple :

« Toute difficulté relative à l'interprétation ou à l'application du présent Accord sera réglée d'un commun accord entre les deux gouvernements. »

Accord entre la République française et la République populaire fédérative de Yougoslavie sur le règlement des créances financières françaises, 2 août 1958.

Tout litige né de ces traités sera résolu conformément aux procédures de règlement des différends en droit international, comme nous pouvons le constater dans cet exemple :

« Les Hautes Parties contractantes conviennent que tout différend au sujet de l'interprétation ou de l'application du présent Traité qu'Elles ne seraient pas parvenues à résoudre par des négociations directes sera réglé suivant les procédures prévues par le droit international. »

Traité de coopération entre la République française et la République du Niger, 24 avril 1961.

Dans ces accords internationaux, l'État s'engage à fournir un prêt par le biais d'une institution de crédit à un autre État qui assume la responsabilité du remboursement. Ces protocoles financiers internationaux ne sont souvent pas conclus indépendamment d'un ensemble conventionnel, fonctionnant comme un accord-cadre. Par la suite, des accords infra-étatiques, souvent relevant d'un droit interne, découlent de l'accord interétatique initial¹⁰⁴. Ces négociations conventionnelles constituent une sorte d'ordre économique bilatéral reposant sur des fondements conventionnels. Cette diplomatie économique repose sur la conclusion de ces protocoles financiers. C'est pourquoi on parle de « dette politique » pour désigner la dette extérieure d'un État composée des avances consenties par un gouvernement étranger¹⁰⁵.

B. La diplomatie économique par le biais des protocoles financiers

Dans le cadre de la diplomatie économique, l'offre et la demande de financement d'un État répondent à des problématiques d'investissements, d'aide publique pour le développement et de financements variés, sur fond de stratégies

¹⁰⁴ Dominique CARREAU, Patrick JULLIARD, *Droit international économique*, Paris, Dalloz, 2013, 5ème édition, pp. 1-57.

¹⁰⁵ Dictionnaire culturel en langue française, 2005, « Dette ».

politiques et/ou de résolution de crise. Les manœuvres diplomatiques recourant aux protocoles financiers sont au cœur même de l'action internationale de l'État prêteur qui entend à la fois assurer son influence politique et encourager les relations commerciales. Il cherche principalement à gagner des parts de marché afin d'obtenir des débouchés pour ses entreprises nationales. Ces protocoles financiers bilatéraux s'inscrivent dans une logique de renforcement d'alliances entre États qui est toujours à l'œuvre aujourd'hui¹⁰⁶ : les négociations bilatérales françaises ont fréquemment lieu dans le cadre d'un accord général de coopération, suivi d'un protocole financier et d'accords sectoriels¹⁰⁷. Traditionnellement, ces accords donnent aux entreprises françaises un privilège pour les appels d'offre, ou leur assignent directement des missions¹⁰⁸.

Cette action directe de prêteur de l'État s'effectue pareillement sous l'angle de l'aide publique au développement. En plus de permettre aux pays en développement de contracter des emprunts à concurrence de montants définis pour des buts précis, il s'agit de financer des importations ou la mise en œuvre de projets ou de programmes de développement économique, comme l'illustrent les exemples récents de protocoles signés entre l'Allemagne et divers partenaires à travers le monde¹⁰⁹. Ces prêts bilatéraux sont difficiles à recenser puisque leur dimension politique est particulièrement prononcée et leur publication rare. Les sources de financement se diversifient sans que la diplomatie économique ne perde sa place importante¹¹⁰.

¹⁰⁶ Par exemple : le Protocole financier entre le Gouvernement de la République française et le Gouvernement de la République du Tadjikistan, signé à Douchanbé le 8 août 2008 (JORF n°0257 du 4 novembre 2008, p. 16759, texte n° 27).

¹⁰⁷ Laurence BADEL, « Pour une histoire de la diplomatie économique de la France », *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*, 2006, 2, pp. 169-185. Voir l'étude détaillée de Laurence BADEL, *Diplomatie et grands contrats. L'État français et les marchés extérieurs au XXe siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne, 2010, 512p.

¹⁰⁸ Ceci explique la participation de 57 États fondateurs à la Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures : Claude MEYER, « Le succès éclatant, mais ambigu, de la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures », *Le Monde*, 2015, édition du 1^{er} juillet.

¹⁰⁹ Par exemple : accord de coopération financière en 2007 entre le Gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et le Gouvernement de la République de l'Inde, New Delhi, 21 mai 2008 ; accord de coopération financière en 2005 entre le Gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et le Gouvernement de la République d'Indonésie, Jakarta, 3 mai 2007 ; accord de coopération financière en 2007 entre le Gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et le Gouvernement de la République de l'Ouganda, Kampala, 7 février 2008 ; accord de coopération financière en 2007 entre le Gouvernement de la République fédérale d'Allemagne et le Gouvernement de la République du Rwanda, Kigali, 14 octobre 2008.

¹¹⁰ Club de PARIS, « Rapport annuel d'activité », Paris, Club de Paris, 2013 : « [...] le prêt bilatéral officiel demeure un élément clé du paysage financier international. La nécessité d'une coordination entre souverains est donc plus importante aujourd'hui qu'elle ne l'a jamais été. Il est de la plus haute importance pour tous les acteurs souverains, créanciers comme débiteurs, de favoriser un dialogue ouvert et inclusif sur les questions de la dette, qui est le fondement de la prévention des crises de la dette

Ces évolutions entraînent une modification de l'implication étatique dans les projets financiers. Si la coopération interétatique se traduit encore sous la forme de ces accords, l'aide au développement est souvent de plus en plus déléguée à des agences ou des organismes publics nationaux dont le mandat est au cœur de la stratégie choisie par l'État. Lorsque les États-Unis s'engagent financièrement à aider un pays, c'est l'Agence des États-Unis pour le développement international¹¹¹ qui est chargée de mettre en place les conditions de la coopération. Au Royaume-Uni, c'est le Département du développement international¹¹² dépendant directement du gouvernement qui est chargé de superviser la mission de développement à travers l'action de deux agences. En l'Allemagne, l'action conjointe de la GIZ¹¹³ et de l'unité banque de développement de la KfW¹¹⁴ permet une coopération financière vers les pays en développement à titre bilatéral. En France, l'Agence française de développement est l'institution financière de coopération. L'Union européenne possède sa propre agence : la Banque européenne d'investissement. Loin d'agir uniquement de manière bilatérale, ces agences de développement coopèrent dans des projets communs. Par exemple, l'initiative de reconnaissance mutuelle développée depuis 2010 entre la BEI, la KfW et l'AFD permet de faciliter les financements collectifs. Depuis l'initiative de la décennie du développement qui promeut l'aide offerte par les États s'ébauche une véritable multilatéralisation de l'aide au développement¹¹⁵.

Dans ces conditions, au lieu de passer par le biais d'une convention internationale suivie de plusieurs protocoles et de contrats de droit privé, les agences d'État travaillent directement avec les contractants finaux des États emprunteurs. Par conséquent, cette délégation de compétence a un impact direct sur le droit applicable aux conventions de prêts : étant donné qu'il ne s'agit plus d'accords entre sujets de droit international, on entre alors dans le champ d'application du droit interne¹¹⁶. En général,

et de leur restructuration ordonnée, contribuant ainsi à une plus grande stabilité financière internationale. ».

¹¹¹ United States Agency for International Development : voir *U.S. Overseas Loans and Grants: Obligations and Loan Authorizations*, July 1, 1945–September 30, 2011.

¹¹² Voir la liste d'études de cas sur le site internet du *Department for International Development*.

¹¹³ *Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit*.

¹¹⁴ *Kreditanstalt für Wiederaufbau Entwicklungsbank*.

¹¹⁵ Jun INOUE, « Internationally Shared Goals and National Governments : a Case Study of France and Financing for Development », *Hitotsubashi Journal of Law and Politics*, 2010, 38, pp. 1-11.

¹¹⁶ Dans le modèle de convention AFD pour les prêts consentis aux États disponible en ligne sur le site internet, le droit applicable est par défaut le droit français. Une clause d'arbitrage soumet les différends au Règlement d'arbitrage de la Chambre de commerce internationale. De même, la GIZ choisit l'application du droit allemand : « 7. DROIT APPLICABLE, ARBITRAGE ET ELECTION DE DOMICILE

les États concernés passent par le biais de leurs organismes publics pour emprunter : le risque politique se substitue au risque commercial. Lorsque l'emprunt s'effectue par le biais d'entités privées, il s'agit dans ce cas de création d'une dette privée¹¹⁷. Ainsi, on constate l'insertion progressive du droit privé au cœur des relations entre sujets de droit international¹¹⁸.

Hormis l'aide au développement, le financement bilatéral peut être effectué en période de crise. Ainsi, le Fonds de soutien économique américain utilise l'assistance économique pour véhiculer les objectifs et les stratégies des États-Unis dans des pays considérés comme étant d'importance particulière pour la politique étrangère. Les principaux bénéficiaires de ces dernières années sont l'Afghanistan, la Colombie, l'Égypte, l'Irak, la Jordanie et le Soudan du Sud. Les décisions de financement sont prises par le Département d'État et les programmes sont généralement mis en œuvre en grande partie par l'USAID¹¹⁹.

De cet aperçu des obligations financières souveraines régies par le droit international, il est possible d'en conclure que cette activité, aussi infime soit-elle en comparaison avec les mécanismes qui seront développés ultérieurement, n'en reste pas moins un outil au service de l'État. En restant dans l'analyse internationaliste publiciste, on peut se demander alors si l'utilisation de ces conventions de droit international public a amené les États à mettre en place un cadre juridique pour gérer les aléas en découlant.

17.1 *Droit applicable*

La Convention est régie par le droit français.

17.2 *Arbitrage*

Tous différends découlant de la Convention ou en relation avec celle-ci seront tranchés définitivement suivant le Règlement d'arbitrage de la Chambre de Commerce Internationale, en vigueur à la date d'introduction de la procédure d'arbitrage, par un ou plusieurs arbitres nommés conformément à ce règlement.

Le siège de l'arbitrage sera Paris et la langue de l'arbitrage sera le français.

La présente clause d'arbitrage restera valable même en cas de nullité, de résiliation, d'annulation ou d'expiration de la Convention. Le fait par l'une des Parties d'intenter une procédure contre l'autre Partie ne pourra, par lui-même, suspendre ses obligations contractuelles telles qu'elles résultent de la Convention.

La signature par l'Emprunteur de la présente clause d'arbitrage vaut, de l'accord exprès des Parties, renonciation à toute immunité de juridiction et d'exécution dont il pourrait se prévaloir. »

¹¹⁷ Jean-Luc HERRENSCHMIDT, « Présentation des euro-crédits », in *Les euro-crédits. Un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, and Philippe KAHN, Paris, Libraires techniques de Paris, 1981, pp. 52-53.

¹¹⁸ Régis BISMUTH, « La privatisation des organisations internationales », in *Traité de droit des organisations internationales*, ed. by Évelyne LAGRANGE and Jean-Marc SOREL, Paris, LGDJ, 2013, pp. 192-198.

¹¹⁹ Curt TARNOFF, Alex TIERSKY, « State, Foreign Operations Appropriations: A Guide to Component Accounts », Washington D.C., Congress, 2014, p. 10.

Un bref retour historique amène une réponse négative et augure une situation analogue dans les relations entre l'État et ses créanciers privés. En outre, le phénomène de privatisation des contrats est déjà présent dans ces financements bilatéraux.

II. La dénonciation des conventions financières bilatérales

L'activité de prêt de l'État n'a pas conduit à l'élaboration d'un droit destiné à régler les différends nés de l'inexécution d'obligations financières souveraines (A.). Par le biais du droit international, il est possible de dénoncer un engagement international, mais l'absence de règles internationales applicables rend cette dénonciation complexe (B.).

A. *L'absence de cadre conventionnel international*

Cette première étape se caractérise par l'amorce de principes : non-discrimination entre créanciers et institutionnalisation du règlement des dettes. En droit international de l'endettement souverain, les États créanciers sont fortement attachés au principe *pacta sunt servanda* qui sert de fondement aux relations internationales. Ce principe est corrélé à l'absence d'autorité législative supérieure. Dans un contexte d'institutionnalisation et de multilatéralisation économique, en l'absence de convention internationale, toute contestation relative aux protocoles financiers internationaux relève du droit international public, conformément aux dispositions conventionnelles. Néanmoins, en raison de la nature des relations diplomatiques, ce droit reste peu utilisé dans les faits en matière financière, puisque la diplomatie sera préférée et en cas de passage devant un juge, les arguments reposant sur le droit international public n'ont connu que peu de succès.

Lorsque dès le XIX^e siècle les pertes se multiplièrent sur les titres étrangers, les investisseurs se tournèrent vers leur État pour demander la protection de leurs titres de propriété au nom de la protection diplomatique. En réponse à ces demandes des créanciers, le ministre des affaires étrangères anglais Lord Palmerston rédigea une dépêche en 1848 dans laquelle il renvoya les investisseurs à leurs responsabilités, arguant qu'ils leur revenaient de prendre en compte les risques tout autant que les

bénéfices qui pouvaient se dégager de leurs opérations¹²⁰. Cette première doctrine connue de la protection diplomatique énonçait que cette action relevait de la discrétion du gouvernement britannique et qu'il ne s'agissait en aucun cas d'une obligation¹²¹. Le fondement de l'intervention reposait sur des considérations internes relevant de l'intérêt public¹²² : en effet, en cas de non remboursement de dettes à l'égard de particuliers britanniques, l'impact négatif sur la balance des paiements pourrait affecter les intérêts de la nation et justifier une intervention.

Confirmé à plusieurs reprises¹²³, cette doctrine était également valable en France où le ministre des affaires étrangères français de 1906 à 1909, Stephen Pichon, y ajouta la notion de bonne foi. Le recours à la protection diplomatique devait selon lui dépendre du comportement des deux parties au contrat : la spéculation ou un traitement discriminatoire caractérisant la mauvaise foi serait pris en compte par le gouvernement français lors de la décision à adopter en matière de protection diplomatique. Un traitement discriminatoire et le refus de se soumettre aux réclamations pécuniaires entraînaient une violation du droit international impliquant la mise en cause de la responsabilité de l'État concerné¹²⁴.

Les différends arrangements diplomatiques se concrétisèrent sous la forme d'accords internationaux conclus entre les États représentant les créanciers privés et l'État débiteur. Ils prévoyaient l'établissement d'organes dont le degré d'ingérence dans les affaires internes était plus ou moins poussé¹²⁵. Dans l'Empire ottoman, les puissances étrangères européennes instituèrent une Commission de la Dette ottomane

¹²⁰ « *Confier ses capitaux à des gouvernements étrangers, c'est faire une spéculation ; souscrire à un emprunt ouvert par un gouvernement étranger, acheter à la Bourse des obligations étrangères, c'est une opération commerciale ou financière ; le risque qui se joint à toutes les opérations de ce genre est également inséparable des souscriptions aux emprunts d'État ; les créanciers ne devraient pas perdre de vue l'éventualité de la banqueroute et ne doivent s'en prendre qu'à eux-mêmes s'ils perdent leur argent.* » in Karl STRUPP, « L'intervention en matière financière », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1925, pp. 1-124.

¹²¹ « *it is for the British Government entirely a question of discretion and by no means a question of international rights.* »

¹²² « *turns entirely upon British and domestic considerations.* »

¹²³ En Angleterre par Lord Granville en 1871 et Lord Salisbury en 1880, v. K.C, *op.cit.*, « Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1923, pp. 10-11 ; aux États-Unis par M. Bayard en 1885, voir Karl STRUPP, « L'intervention en matière financière », *ibid.* 1925, pp. 1-124.

¹²⁴ Christina HOLMGREN, *La renégociation multilatérale des dettes : le Club de Paris au regard du droit international*, Bruxelles, Bruylant, 1998, pp. 17-21.

¹²⁵ Voir pour un examen des États où un mécanisme institutionnel de contrôle fut mis en place par les États européens : André ANDREADES, « Les contrôles financiers internationaux », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1924, pp. 5-108.

disposant du pouvoir de gérer les recettes provenant de certains secteurs de l'économie turque¹²⁶. Une Commission internationale représentant six puissances européennes, dont l'Angleterre, la France et l'Italie, fut instituée en Grèce¹²⁷. Chargée de représenter juridiquement les détenteurs étrangers de titres, elle percevait les recettes provenant des services publics et destinés à rembourser les dettes (sel, pétrole, douanes et tabac par exemple) ainsi que de gérer ces services publics. Après s'être ingérés dans les affaires de leurs débiteurs défaillants, elles mirent en place lors du Congrès de Berlin en 1878 un mécanisme institutionnel élémentaire pour percevoir et allouer les sommes dues par leurs débiteurs. Dans d'autres cas, notamment la Tunisie en 1870, l'Égypte en 1882 et le Maroc, la perte d'indépendance politique se traduisait par la mise en place de protectorats¹²⁸.

Ces exemples démontrent l'amorce d'actions concertées entre États créanciers européens, à la fois diplomatiquement et institutionnellement. Ils cherchaient non seulement à éviter toute discrimination vis-à-vis de leurs ressortissants détenteurs de titres, mais également un équilibre des forces. Ces mécanismes institutionnels reflètent en effet une généralisation de l'ingérence dans les affaires internes des États débiteurs.

Par la suite, lorsque les États endossèrent les réclamations de leurs nationaux, le non remboursement des prêts consentis entraîna rapidement un recours à la force. La politique de la canonnière, dite « *gunboat diplomacy* », désigne la réaction des États européens prêteurs au XIX^e siècle¹²⁹. Cette réaction militaire concentre un ensemble de conflits (guerres civiles, conflits territoriaux, réclamations en responsabilité civile délictuelle) qui sous-tendent l'intervention¹³⁰. Cette diplomatie guerrière culmina en décembre 1902 avec l'intervention militaire conjointe de l'Angleterre, de l'Italie et de l'Allemagne au Venezuela.

¹²⁶ Pour l'Empire ottoman et la question de la colonisation à travers les prêts : voir Murat BIRDAL, *The political economy of Ottoman public debt: insolvency and European financial control in the late nineteenth century*, Tauris Academic Studies, 2010, 256p.

¹²⁷ Michael WAIBEL, « Echoes of History: The International Financial Commission in Greece », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 3-19.

¹²⁸ Kris James MITCHENER, Marc D. WEIDENMIER, « Supersanctions and sovereign debt repayment », *Journal of International Money and Finance*, 2010, 29, pp. 19-36.

¹²⁹ Milan J. N. MEETARBHAN, « Vers un droit international de la dette extérieure ? », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 485-534.

¹³⁰ Michael TOMZ, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries*, Princeton University Press, 2007, 328p.

Cette immixtion fut formellement critiquée au regard de la notion de souveraineté. Le ministre des affaires étrangères argentin Luis Maria Drago s'opposa vivement à l'intervention dans une lettre datée du 29 décembre 1902¹³¹. S'inspirant de la doctrine Monroe¹³², il condamna cette attaque destinée à recouvrer des dettes par la force en la considérant comme une violation du droit international. Il souligna en particulier que les interventions militaires étaient fonction de la force du débiteur puisque les grandes puissances attaquaient les débiteurs faibles tout en s'abstenant d'agresser la Russie ou le Portugal¹³³.

En s'appuyant sur le droit international, le ministre argentin appela à la mise en place de règles de procédure internationales s'apparentant à des mesures d'exécution¹³⁴. Selon lui, les titres souverains sont irréductibles à la notion d'obligations naissant d'un contrat privé, car l'État est toujours en droit de déprécier ses titres. Il n'existerait pas de déni de justice puisqu'aucun tribunal n'est compétent pour juger un État. Plus encore, la souveraineté de l'État débiteur interdisait une exécution par la force ou une occupation territoriale. Sans remettre en cause les tribunaux internationaux ou la protection diplomatique, il plaida pour que l'État débiteur puisse déterminer les conditions de remboursement de ses dettes.

Sa doctrine donna lieu à un débat international sur la légitimité de l'usage de la force dans le recouvrement des créances publiques¹³⁵. Elle fut discutée lors de la deuxième Conférence panaméricaine en 1902 lors de la signature de la Convention panaméricaine sur l'arbitrage relative aux conflits de nature pécuniaire. Les négociations menées entre le Venezuela et les États détenant des réclamations pécuniaires menèrent à une décision arbitrale de la Cour Permanente d'Arbitrage de La

¹³¹ Pour le texte intégral, voir STRUPP, *op.cit.*, « L'intervention en matière financière », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1925, pp. 1-124, en particulier pp. 53-94.

¹³² James Monroe, Seventh Annual Message, 2 décembre 1823 : « *The occasion has been judged proper for asserting, as a principle in which the rights and interests of the United States are involved, that the American continents, by the free and independent condition which they have assumed and maintain, are henceforth not to be considered as subjects for future colonization by any European powers. [...] We owe it, therefore, to candor and to the amicable relations existing between the United States and those powers to declare that we should consider any attempt on their part to extend their system to any portion of this hemisphere as dangerous to our peace and safety.* ».

¹³³ William H. Wynne, *State Insolvency and Foreign Bondholders*, Vol. II, p. 376.

¹³⁴ Luis Maria DRAGO, « Les emprunts d'État et leurs rapports avec la politique internationale », *Revue Générale de Droit International Public*, 1907, 36p.

¹³⁵ Le 5 décembre 1905, le président américain Théodore Roosevelt conforta la thèse du ministre argentin : il avertit les puissances européennes qu'aucune intervention militaire ne serait tolérée sur le continent américain.

Haye. La Cour accorda un traitement préférentiel aux créanciers ressortissants de l'Allemagne, de la Grande-Bretagne et de l'Italie¹³⁶. Le problème du règlement de dettes souveraines n'ayant encore jamais été soumis à un examen judiciaire international, une telle sentence arbitrale pouvait servir de précédent en droit international.

C'est pourquoi en 1906, lors de la troisième Conférence panaméricaine organisée à Rio de Janeiro, la question du recouvrement des dettes fut considérée comme étant d'une importance majeure. Elle fut reprise en 1907 lors de la seconde Conférence de la Paix à La Haye, sur proposition des pays d'Amérique latine qui participaient pour la première fois, hormis le Mexique, à ladite Conférence. Représentant les États-Unis, le général Porter soumit une proposition de convention visant à interdire le recours à la force afin de recouvrer des dettes sans avoir préalablement procédé à l'arbitrage.

La Convention concernant la limitation de l'emploi de la force pour le recouvrement des dettes contractuelles, dite Convention Drago-Porter¹³⁷, fut signée à La Haye. Le premier alinéa de l'article premier prohibe le recours à la force, mais le second alinéa autorise l'intervention armée en cas de refus d'une offre d'arbitrage ou de refus de se conformer à une sentence arbitrale¹³⁸. Surtout, elle reste muette sur plusieurs points : la légalisation de l'intervention armée en cas de refus d'une offre d'arbitrage ou de se conformer à la sentence arbitrale rendue, la question du comportement imputable aux parties, la soumission au système juridique national de l'État débiteur préalablement à l'arbitrage¹³⁹. Néanmoins, elle contribue à internationaliser les discussions concernant le règlement de la dette. Ce processus, préalablement amorcé par le biais d'actions concertées entre nations européennes, se cristallisa donc à l'occasion

¹³⁶ Cour Permanente d'Arbitrage, « Affaire du droit de préférence réclamé par les puissances bloquantes au Venezuela, L'Allemagne, la Grande-Bretagne et l'Italie c. le Venezuela », La Haye, 22 février 1904. Pour un commentaire de la sentence, voir André MALLARME, « L'arbitrage vénézuélien devant la Cour de la Haye (1903-1904) », *Revue Générale de Droit International Public*, 1906, 423-500.

¹³⁷ Convention de La Haye du 18 octobre 1907 portant renonciation au recours à la force armée pour le recouvrement des dettes contractuelles, dite Convention Drago-Porter, J.O.R.F, 8 décembre 1910.

¹³⁸ « [§1] Les Puissances contractantes sont convenues de ne pas avoir recours à la force armée pour le recouvrement de dettes contractuelles réclamées au Gouvernement d'un pays par le Gouvernement d'un autre pays comme dues à ses nationaux. [§2] Toutefois, cette stipulation ne pourra être appliquée quand l'État débiteur refuse ou laisse sans réponse une offre d'arbitrage, ou, en cas d'acceptation, rend impossible l'établissement du compromis, ou, après l'arbitrage, manque de se conformer à la sentence rendue ».

¹³⁹ Sur les 7 articles de la Convention, seul le premier pose un principe de substance.

de la Conférence de La Haye, où États créanciers et débiteurs purent débattre conjointement pour la première fois des termes d'une convention internationale. Cette convention fut ratifiée par 31 États¹⁴⁰.

S'il ne fut pas question d'utiliser le droit international à travers un instrument conventionnel pour régler les différends financiers, cette convention marque tout de même le début d'une internationalisation formelle du règlement de la dette souveraine en rendant l'arbitrage obligatoire, puisque la sentence d'un tribunal se substitue à la décision unilatérale d'un État. Désormais, le recours à la force militaire contre un État, même endetté, est formellement interdit par la Charte des Nations Unies de 1945, même si l'on peut considérer qu'en cas de crise d'insolvabilité risquant de mettre en danger la paix et la sécurité internationales, les dispositions d'exception du Chapitre VII pourraient justifier une intervention de l'ONU¹⁴¹.

La seule proposition d'encadrement conventionnel date du début du XXe siècle : elle s'imposa dans le cadre d'un contentieux armé impliquant le règlement des dettes nées de contrats de droit privé. Par le truchement de la protection diplomatique, les États s'engagèrent dans une intervention militaire qui fut vivement critiquée par la communauté internationale. La protection diplomatique offerte entraîna l'internationalisation de litiges privés.

B. La contestation des protocoles financiers internationaux

Dans le cadre de ces engagements financiers internationaux, le recours à la diplomatie est privilégié à la pratique juridictionnelle qui est surtout utilisée pour des instruments de dette soumis à l'application du droit privé. Le droit international reste limité non seulement pour l'établissement des conventions mais également dans la résolution des problèmes conventionnels financiers.

¹⁴⁰ Wolfgang BENEDEK, « Drago-Porter Convention (1907) », *Oxford Public International Law*, Max Planck Encyclopedia of Public International Law, 2007.

¹⁴¹ Mathias FORTEAU, « Le défaut souverain en droit international public : les instruments de droit international public pour remédier à l'insolvabilité des états », in *Insolvabilité des états et dettes souveraines*, ed. by Mathias AUDIT, Paris, LGDJ, 2011, pp. 209-232. Lors de l'intervention en Irak et de son occupation à partir de 2003 le Conseil de Sécurité avait demandé « *instamment aux institutions financières internationales d'aider le peuple iraquien à reconstruire et à développer son économie et de faciliter les activités d'assistance de la communauté des donateurs dans son ensemble, et se félicite du fait que les créanciers, notamment ceux du Club de Paris, sont disposés à chercher une solution aux problèmes de la dette souveraine de l'Iraq* » voir Résolution 1483 (2003) du 22 mai 2003 du Conseil de Sécurité des Nations Unies.

Si le recours à la force armée est écarté, il n'en demeure pas moins qu'aucun État ne peut être forcé à recourir à un mode de règlement des différends¹⁴². Par principe, les États sont libres de transiger. C'est le recours à la diplomatie qui est privilégié pour gérer un désaccord dans le cadre d'engagements financiers internationaux. Cette méthode soustrait de fait le différend à la stricte application du droit, même si une négociation bilatérale peut aboutir à la conclusion d'un accord conforme aux techniques conventionnelles par l'amendement du traité en question. De manière générale, la plupart des règlements en la matière échappent à l'étude juridique puisqu'ils sont réglés dans un cadre strictement politique¹⁴³.

De fait, la pratique jurisprudentielle internationale en matière de violations de traités financiers internationaux est inexistante, non seulement parce que les mécanismes de résolution de différends sont extrajudiciaires, mais également en raison du nombre restreint d'instruments existants. La jurisprudence internationale en matière de dette porte sur des titres de droit privé. À titre illustratif, l'arrêt de la Cour permanente de Justice internationale de 1929 dans l'affaire des emprunts serbes et brésiliens¹⁴⁴ s'attarde en fait sur un problème de dette contractuelle, et ne rattache pas le litige au droit international public¹⁴⁵. De même, l'arrêt de la Cour internationale de justice de 1957 dans l'affaire relative à certains emprunts norvégiens concerne des titres obligataires émis par l'État norvégien et deux banques, dont certains ont été achetés par la France¹⁴⁶.

La pratique du financement souverain par la conclusion de conventions financières bilatérales est éparse. Par conséquent, l'utilisation du droit international est cantonnée à un nombre réduit d'instruments et les recours aux arguments fondés sur celui-ci sont limités. Au regard des évolutions économiques que connaissent les États, il

¹⁴² « *Aucun État ne saurait être obligé de soumettre ses différends avec les autres États soit à la médiation, soit à l'arbitrage, soit enfin à n'importe quel procédé de solution pacifique, sans son consentement* », Statut de la Carélie orientale, C.P.J.I., série B, n° 5, p. 27.

¹⁴³ Jean COMBACAU, Serge SUR, *Droit international public*, Paris, Montchrétien, 2012, 10e éd., pp. 562-569.

¹⁴⁴ CPJI, Affaires des emprunts serbes et brésiliens, série A, n° 20/21, arrêt n° 14, 12 juill. 1929, pp. 19-20.

¹⁴⁵ « *Il ne serait guère exact de dire que seules des questions de droit international peuvent être l'objet d'une décision de la Cour. [...] ce différend porte exclusivement sur un rapport de droit interne existant entre l'État serbe-croate-slovène comme emprunteur et les porteurs de titres de certains emprunts serbes.* ».

¹⁴⁶ *Affaire relative à certains emprunts norvégiens*, arrêt du 6 juillet 1957, CIJ Recueil 1957, p. 9 : voir Denis LEVY, « L'arrêt de la Cour Internationale de Justice dans l'affaire relative à certains emprunts norvégiens (France c. Norvège) », *Annuaire Français de Droit International*, 1957, 3, pp. 152-163.

constitue alors un droit peu commode pour dénoncer un accord conclu. Ainsi, si les vices du consentement en droit international sont reconnus, l'erreur, le dol, la corruption ou la contrainte exercée sur le représentant de l'État n'ont pas prospéré en général et en particulier en matière de dénonciation des conventions financières bilatérales. Les principes du droit international comme *ad impossibilitatem nemo tenetur*, *clausula rebus sic stantibus* et la force majeure peuvent être utilisés. Mais à l'article 62 de la Convention de Vienne sur le droit des traités relatif au changement fondamental de circonstances, la clause *rebus sic stantibus* ne prévoit qu'un nombre limité de possibilités pour échapper à un engagement international : son application aux suspensions ou annulations de dettes est plus que limitée : le changement fondamental de circonstances doit être important.

Quant à l'état de nécessité, les tentatives pour l'invoquer comme moyen de défense à des réclamations contre les États en difficulté financière ont commencé avec l'affaire des emprunts serbes¹⁴⁷ et se poursuivent actuellement avec plusieurs arbitrages devant le CIRDI¹⁴⁸. Ce moyen de défense reste insatisfaisant du point de vue de l'approche internationaliste publiciste en raison de conditions d'applications strictes : l'État lui-même ne doit pas avoir contribué à l'état de nécessité¹⁴⁹. En effet, cette exigence a limité la capacité des États défaillants à utiliser ce moyen de défense, dans la mesure où un défaut souverain est généralement multi-causal, incluant des erreurs du gouvernement défaillant¹⁵⁰. Surtout, les conséquences juridiques de l'invocation de l'état de nécessité ne correspondent pas aux objectifs d'une restructuration de la dette souveraine. En effet, dès que la situation économique et financière s'améliore, l'état de

¹⁴⁷ Mais ce moyen de défense a également été utilisé dans l'affaire *Projet Gabčíkovo-Nagymaros (Hongrie/Slovaquie)*, arrêt, CIJ Recueil 1997, p. 7.

¹⁴⁸ Pour une critique de la nécessité devant le CIRDI, voir Stephan W. SCHILL, « International Investment Law and the Host State's Power to Handle Economic Crises », *Journal of International Arbitration*, 2007, 24, pp. 265-286 ; Christina BINDER, « Changed Circumstances in Investment Law: Interfaces between the Law of Treaties and the Law of State Responsibility with a Special Focus on the Argentine Crisis », in *International Investment Law for the 21st Century*, ed. by Christina BINDER, et al., Oxford, Oxford University Press, 2009, pp. 608-630 ; Michael WAIBEL, « Two Worlds of Necessity in ICSID Arbitration: CMS and LG&E », *Leiden Journal of International Law*, 2007, 20, pp. 637-648.

¹⁴⁹ Sarah CASSELLA, *La nécessité en droit international: de l'état de nécessité aux situations de nécessité*, Brill Academic Pub, 2011, pp. 27-82.

¹⁵⁰ Armin von BOGDANDY, Matthias GOLDMANN, « Sovereign Debt Restructurings as Exercises of International Public Authority: Towards a Decentralized Sovereign Insolvency Law », in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, ed. by Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 39-70.

nécessité disparaît. Or la réussite d'une restructuration repose sur un programme à long terme.

Suivant un raisonnement similaire, la notion de dette odieuse est depuis une dizaine d'années sur le devant de la scène. Théorisée en 1927 par un professeur de droit russe qui étudiait la répudiation des dettes tsaristes par le pouvoir bolchevik¹⁵¹, elle n'a jusqu'à présent pas été formellement adoptée par une Cour ou une décision de justice¹⁵². Par définition, trois critères cumulatifs doivent être remplis pour caractériser une dette odieuse : l'absence de consentement de la population de l'État débiteur, l'absence de bénéfice pour cette même population et le fait que le créancier avait ou aurait dû avoir conscience de ces deux premières conditions et de la nature odieuse de la dette¹⁵³. Pendant la campagne Jubilee 2000 pour l'annulation de la dette des pays en développement¹⁵⁴ et lors de la chute du régime de Saddam Hussein en Irak en 2003, l'intérêt porté aux stratégies juridiques utilisées par les souverains pour répudier leurs obligations jugées odieuses ou illégitimes s'est renforcé¹⁵⁵. Plus récemment, l'Équateur est emblématique du développement de cette notion¹⁵⁶ : en juillet 2007, une commission de vérification de la dette publique fut créée afin d'évaluer les dettes contractées entre 1976 et 2006¹⁵⁷. Fin 2008, le Président équatorien Rafael Correa annonça le non règlement des paiements dus sur une partie de ses titres.

Ainsi, la contestation des engagements financiers de l'État ne repose pas sur l'application de règles particulières du droit international. Favorisant la diplomatie ou des concepts considérés comme extra-juridiques, telle la dette odieuse, les négociations demeurent politiques. Dans la pratique, le modèle du prêt bilatéral interétatique décline

¹⁵¹ « Si un pouvoir despotique contracte une dette non pas pour les besoins et dans les intérêts de l'État, mais pour fortifier son régime despotique, pour réprimer la population qui le combat, etc., cette dette est odieuse pour la population de l'État entier », voir Alexander Nahum SACK, « Les effets des transformations des États sur leurs dettes publiques et autres obligations financières », in *Recueil Sirey*, Paris, 1927, pp. 46-157.

¹⁵² Vikram NEHRU, Mark THOMAS, « The Concept of Odious Debt: some considerations », in Carlos A. PRIMO BRAGA, Dörte DÖMELAND, *op. cit.*, pp. 205-227 ; Christiana OCHOA, « From Odious Debt to Odious Finance: Avoiding the Externalities of a Functional Odious Debt Doctrine », *Harvard International Law Journal*, 2008, Vol. 49, n°1, 52p.

¹⁵³ Sabine MICHALOWSKI, *Unconstitutional Regimes and the Validity of Sovereign Debt: A Legal Perspective*, Ashgate, 2007, 240p.

¹⁵⁴ Ann PETTIFOR, *The Coming First World Debt Crisis*, New York, Palgrave, 2006, 190p.

¹⁵⁵ Patrick BOLTON, David A. SKEEL JR, « Odious Debts or Odious Regime ? » Chapter 27, in Robert W. KOLB, *Sovereign Debt: From Safety to Default*, Wiley, 2011, 449p.

¹⁵⁶ Adam FEIBELMAN, « Ecuador's sovereign default: a Pyrrhic victory for odious debt? », *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, Vol. 25, n° 7, pp. 357-362

¹⁵⁷ Site de la CAIC : auditoriadeuda.org.ec

au profit d'une multilatéralisation du financement public souverain dans le cadre du renforcement de la coopération financière multilatérale.

Section 2. La coopération financière multilatérale

Les organisations internationales et régionales couvrent pratiquement tous les domaines relatifs à l'activité des États. Plus particulièrement, l'essor de l'activité des organisations financières internationales permet une multilatéralisation de la politique de développement des États en assurant un transfert de ressources financières. À cet égard, la BIRD, l'AID et le FMI fournissent une large gamme de prêts ou « achats » à des conditions négociées avec les emprunteurs souverains. Au-delà de leurs activités de financement, ces institutions ont élargi leurs compétences pour se spécialiser dans la gestion de la dette des emprunteurs souverains (I.). Au niveau régional, les banques de développement assurent un relais sous la forme de financements proches des instruments utilisés par les marchés (II.).

I. La multilatéralisation du financement public des États

Les organisations financières internationales assurent une partie du financement souverain par le biais d'instruments juridiques de droit international. Leur offre de financement s'est diversifiée jusqu'à constituer un éventail de possibilités en fonction des nécessités des États débiteurs (A.). La conditionnalité est au cœur du fonctionnement de ce type de financement (B.).

A. Le financement souverain par la Banque mondiale et le Fonds monétaire international

Lors de leur création en 1944, les institutions de Bretton Woods furent conçues comme deux éléments destinés à réorganiser un ordre international économique disparu suite à la crise de 1929 et à la Seconde guerre mondiale. En faisant revivre les flux de capitaux à l'international, la BIRD et le FMI, par leur action complémentaire¹⁵⁸, sont chargés de venir en aide aux États rencontrant des difficultés conjoncturelles ou structurelles.

¹⁵⁸ Dans les domaines communs aux deux institutions, un concordat signé en 1989 définit la coopération et le cadre d'actions communes est régulièrement réétudié. Voir Mark ALLEN, Danny LEIPZIGER, « Enhancing Collaboration: Joint Management Action Plan (JMAP) », Washington D.C., International Monetary Fund and the World Bank, 2007.

Avec près de 10 000 traités conclus depuis sa création, la Banque mondiale se veut l'opérateur privilégié du financement des projets de développement économiques¹⁵⁹. Alors que les prêts de la BIRD sont destinés à des pays à revenu intermédiaire et pauvres mais solvables, la pratique du financement des États a démontré que les pays les plus pauvres devaient bénéficier de conditions plus favorables que celles offertes. L'AID a donc été créé en 1960 pour accorder des crédits et des dons¹⁶⁰. En pratique, le personnel de la Banque mondiale travaille tant sur les projets BIRD que les projets AID.

Institution de coopération intergouvernementale créée par traité international, la BIRD est structurée comme une société par actions, les parts de son capital étant souscrites par les États membres. Le capital libéré permet majoritairement de gérer son activité administrative, tandis que sa mission opérationnelle s'effectue à partir d'emprunts sur les marchés financiers. En effet, la BIRD se fournit sur les marchés pour réunir les capitaux nécessaires à ses opérations de prêts, ce qui explique ses dispositions statutaires concernant les poursuites judiciaires. Ainsi, elle possède une immunité juridictionnelle restreinte, ce qui permet d'assurer son attractivité vis-à-vis des investisseurs qui y voient la possibilité de mener une action à son encontre¹⁶¹. La BIRD joue également un rôle d'intermédiaire important lorsque les marchés de capitaux sont fermés aux pays en développement, en émettant des obligations sur les marchés financiers des pays développés pour prêter aux pays en développement.

Les activités principales de la BIRD consistent en l'octroi de prêts accordés soit à un État membre de la Banque, soit à une entité publique ou privée établie sur le territoire d'un État membre. Dans ce cas, le prêt sera systématiquement garanti par

¹⁵⁹ Le Groupe Banque mondiale désigne l'ensemble des cinq institutions internationales qui le compose : la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, l'Association internationale de développement, la Société financière internationale, l'Agence multilatérale de garantie des investissements et le Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements.

¹⁶⁰ Article 1 des Statuts de l'AID : « *L'Association a pour objet d'encourager le développement économique, d'accroître la productivité et, partant, d'élever les niveaux d'existence dans les régions les moins avancées du monde, qui sont couvertes par une affiliation à l'Association, en leur fournissant notamment, afin de faire face à leurs besoins importants en matière de développement, des moyens financiers à des conditions plus souples et d'un poids moins lourd sur la balance des paiements que celles de prêts consentis selon des formules classiques, aidant ainsi la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement à atteindre ses objectifs de développement en complétant ses activités* » (nous soulignons).

¹⁶¹ Qualifié de « *véritable petit code* », l'Article VII des statuts de la BIRD s'attache aux immunités et privilèges. Voir Jean-Flavien LALIVE, « L'immunité de juridiction des Etats et des organisations internationales », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, ed. by Académie de Droit International de La HAYE, The Hague, Nijhoff, 1953, pp. 205-396.

l'État¹⁶². L'*instrumentum* est constitué de deux documents distincts : les conditions générales et l'accord de prêt négocié. Conformément à la Section 8.01 des Conditions générales¹⁶³, bien que ces dispositions ne renvoient pas au droit international public en tant que droit applicable¹⁶⁴, les instruments de prêts conclus avec des États sont des traités internationaux soumis au droit international¹⁶⁵. Qu'il s'agisse d'un prêt directement conclu avec l'État ou d'une opération garantie par l'État, le résultat est juridiquement le même pour la BIRD qui considère que le droit international est applicable à l'ensemble de l'opération¹⁶⁶. En effet, si un accord de prêt avec un emprunteur autre qu'un État est conclu, cet instrument juridique n'est pas soumis à l'application du droit interne en raison de l'interdépendance entre cet accord et la garantie l'accompagnant qui est signée par l'État¹⁶⁷. Ces traités sont enregistrés auprès du Secrétariat des Nations Unies, conformément à l'article 102 de la Charte.

Concrètement, ces contrats peuvent prendre plusieurs appellations : il peut s'agir d'accords de prêt entre la Banque et l'emprunteur, d'accords de projet entre la Banque et l'entité menant le projet si elle est différente de l'emprunteur, d'avenants ou d'autres arrangements additionnels nécessaires¹⁶⁸. Les prêts sont divers et peuvent être destinés à des investissements spécifiques, à des investissements sectoriels, à la réduction de la

¹⁶² Statuts de la BIRD, Article III, Section 4 : « *La Banque peut garantir ou accorder des prêts ou participer à des prêts en faveur de tout État membre ou de toute subdivision politique d'un État membre et de toute entreprise commerciale, industrielle ou agricole établie sur les territoires d'un État membre, sous réserve des conditions suivantes : (i) Lorsque l'État membre sur les territoires duquel le projet doit être réalisé n'est pas lui-même l'emprunteur, l'État membre ou la Banque centrale ou quelque organisme analogue de cet État membre, agréé par la Banque, doit garantir intégralement le remboursement du principal et le service des intérêts et autres charges afférentes au prêt.* » (nous soulignons). Les prêts effectués aux entités privées et non garantis par les États sont effectués par la Société financière internationale (SFI).

¹⁶³ Section 8.01. Force obligatoire : « *[§ 1] Les droits et obligations de la Banque et des Parties au Prêt au titre des Accords Juridiques s'appliquent et ont force obligatoire conformément à leur teneur, nonobstant toute disposition contraire du droit d'un État ou d'une de ses subdivisions politiques.* ».

¹⁶⁴ Voir la comparaison avec la BERD : John W. HEAD, « Evolution of the governing law for loan agreements of the World Bank and other multilateral development banks », *American Journal of International Law*, 1996, Vol. 90, pp. 214-234.

¹⁶⁵ Aron BROCHES, « International Legal Aspects of the Operations of the World Bank », *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1959, 98, pp. 297-409 ; Roberto Dañino ZAPATA, « Why Treaties Matter? », London, 2006.

¹⁶⁶ Certains aspects de ces prêts peuvent cependant faire appel à l'application de droits nationaux, notamment pour les paiements à effectuer conformément à la réglementation nationale des changes, ou pour déterminer si la clause de sûreté négative a effectivement été respectée.

¹⁶⁷ L'État reste toujours le débiteur principal, il est de fait co-débiteur solidaire et non simple garant. Georges R. DELAUME, « Issues of Applicable Law in the Context of the World Bank's Operations », in *The Transnational Law of International Commercial Transactions* ed. by Norbert HORN and Clive M. SCHMITTHOFF, Kluwer, 1982, pp. 317-328.

¹⁶⁸ Lester NURICK, « Certain Aspects of the Law and Practice of the International Bank for Reconstruction and Development », in *The Effectiveness of International Decisions*, ed. by Stephen Myron SCHWEBEL, Leyden, Sijthoff, 1971, pp. 100-128.

dette, à l'ajustement structurel, à des intermédiaires financiers, à l'assistance technique, à la reconstruction dans des situations d'urgence. Ces instruments regroupent un ensemble d'opérations diversifiées en fonction des monnaies, des marchés, des échéances, des taux. La Banque mondiale a toujours cherché à élargir la gamme de ses instruments de financement et possède un véritable savoir-faire : elle est à l'origine de l'invention des *swaps* de devises dans les années 1980¹⁶⁹.

Quant au FMI, si l'on a pu parler de son déclin avec la fin du système de Bretton Woods en 1971 et les critiques de la conditionnalité, la dernière crise financière et les capacités d'évolution de l'institution démentent cette déclaration. L'institution a œuvré pour demeurer incontournable dans la gestion de crise grâce à son caractère quasi-universel et ses objectifs statutaires¹⁷⁰ : depuis 2008, le Fonds a approuvé la mise à disposition de plus de 325 milliards de dollars pour une cinquantaine d'États membres¹⁷¹, y compris ceux de l'Union européenne¹⁷². Statutairement, le FMI, au-delà de son rôle de gendarme monétaire, œuvre à faciliter le rééquilibrage de la balance des paiements des États¹⁷³. Pour ce faire, il accorde des « prêts » aux États, le plus souvent sous la forme d'achats de monnaie. En effet, le Fonds ne fonctionne pas comme une banque classique. Chaque membre se voit attribuer une part du capital du Fonds¹⁷⁴ ; cette quote-part définit le nombre de voix attribué pour sa représentation et le montant des droits de tirage spéciaux qu'il peut utiliser. De fait, le montant de l'accès aux ressources du Fonds auxquelles un État a droit dépend de sa participation puisque le financement fonctionne sous la forme de ventes de devises en échange de monnaie

¹⁶⁹ Dans son rapport biennuel de janvier 1987, la Banque mondiale que les *swaps* lui avaient permis de réduire son coût d'endettement de 6,60 % à 5,77 % sur un montant global de 49 milliards de dollars au cours du second semestre de 1986.

¹⁷⁰ 188 États sont membres du FMI. Ses objectifs consistent à « *faciliter l'expansion et l'accroissement harmonieux du commerce international et contribuer ainsi à l'instauration et au maintien de niveaux élevés d'emploi et de revenu réel et au développement des ressources productives* » (Article I (ii) des Statuts).

¹⁷¹ IMF, « Lending by the IMF : the changing nature of lending », disponible sur le site de l'institution : <http://www.imf.org/external/about/lending.htm>.

¹⁷² Régis BISMUTH, « L'assistance financière du FMI aux États membres de la zone euro : de l'inconcevable au conventionnel », *Revue des affaires européennes*, 2012, 4, pp. 747-757.

¹⁷³ Statuts du FMI, Article I : « *v) Donner confiance aux États membres en mettant les ressources générales du Fonds temporairement à leur disposition moyennant des garanties adéquates, leur fournissant ainsi la possibilité de corriger les déséquilibres de leurs balances des paiements sans recourir à des mesures préjudiciables à la prospérité nationale ou internationale.* ».

¹⁷⁴ La quatorzième révision générale des quotes-parts en décembre 2010 a permis de doubler le total des quotes-parts du FMI, porté à 476,8 milliards de DTS.

nationale¹⁷⁵. Il ne s'agit pas, contrairement aux prêts de la BIRD, de financer un projet, mais de rééquilibrer la balance des paiements. Par conséquent, une telle aide peut être demandée pour le règlement de paiements internationaux, incluant les règlements relatifs à la dette souveraine¹⁷⁶.

Juridiquement, le processus s'effectue de manière à laisser l'État souverain dans sa démarche, puisque les négociations concernent un ensemble de recommandations du Fonds en matière de politique économique qui devront être respectées afin d'obtenir l'accord de financement. Ce n'est qu'après réception de la lettre d'intention de l'État que le FMI met à sa disposition les ressources convenues, sous la forme de versements par tranches successives. Divers instruments sont à la disposition des États en fonction des situations et besoins économiques, qu'ils concernent la balance des paiements ou des demandes spécifiques¹⁷⁷. Les deux grandes catégories d'accords sont ces « prêts » que l'on pourrait appeler concessionnels, avec un taux d'intérêt nul pour la première année, et les financements non concessionnels au taux d'intérêt du FMI¹⁷⁸.

Contrairement à la BIRD, les ressources du FMI sont entièrement d'origine publique. En plus des quotes-parts des États et de la vente exceptionnelle d'une partie de son stock d'or¹⁷⁹, il a recours à différents mécanismes d'emprunts effectués auprès des États : les nouveaux accords d'emprunt élargis, les accords généraux d'emprunt et les accords bilatéraux de prêt. Il peut également émettre des obligations qui peuvent être souscrites exclusivement par les États¹⁸⁰.

¹⁷⁵ Jean-Marc SOREL, « Sur quelques aspects juridiques de la conditionnalité du FMI et leurs conséquences », *European Journal of International Law*, 1996, 7, pp. 42-66.

¹⁷⁶ Voir les données relatives à l'utilisation des crédits du FMI (dette en cours et décaissée, \$ US courants) sur le site de la Banque mondiale : <http://donnees.banquemondiale.org/>.

¹⁷⁷ Voir la fiche technique sur les différents prêts de crise du FMI sur le site internet de l'institution.

¹⁷⁸ Pendant l'année d'exercice 2011, le FMI a conclu 142 244,5 millions de DTS d'accords au titre des nouveaux mécanismes avec 12 États différents, donc 26 432,9 avec la Grèce. En 2012, il s'agissait de 7 États pour 52 601,1 millions de DTS, dont 23 785,3 avec la Grèce. En 2013, le total est de 75 111,6 millions de DTS pour 5 États au titre des principaux mécanismes. Voir les rapports annuels publiés sur le site du FMI.

¹⁷⁹ En septembre 2009, le Conseil d'administration a approuvé la vente de 403 tonnes d'or. En décembre 2010, 222 tonnes ont été vendues à des acheteurs officiels. Le produit finance des programmes et des fonds spéciaux du FMI.

¹⁸⁰ En juillet 2009, le Conseil d'administration du FMI a approuvé un cadre juridique pour l'émission d'obligations exclusivement à destination du secteur public.

Ces financements sont issus du domaine public : l'origine des ressources de cette organisation internationale monétaire coopérative est effectivement publique¹⁸¹. Ainsi, les bailleurs sont toujours les États, qu'ils contribuent de manière bilatérale, sous la forme d'accords d'emprunt multilatéral, ou en souscrivant des obligations. Cette origine publique repose sur l'objectif de développer au mieux la coopération multilatérale pour lutter contre la pauvreté¹⁸².

Il convient néanmoins de distinguer les engagements de prêts des fonds effectivement décaissés qui sont plus faibles¹⁸³. Ces chiffres démontrent que la Banque mondiale est une aide palliative et non une fin en soi pour le financement des États.

B. L'objectif d'une gestion de l'endettement souverain

L'évolution du financement public international a mené les organisations financières internationales à se spécialiser dans la gestion de l'endettement souverain. Il ne s'agit plus de fournir ponctuellement des crédits mais d'analyser l'ensemble des finances publiques pour tenter de trouver des mécanismes de rééquilibrage.

Alors que le financement bilatéral repose sur des stratégies politiques et diplomatiques, le financement multilatéral répond à des exigences économiques qui se traduisent sous la forme de conditions préalables aux versements, qui deviennent le cœur du financement public international. Elles sont issues non seulement du rôle assigné à ces organisations financières internationales dans leur charte constitutive, mais également de l'évolution apportée par diverses réformes institutionnelles résultant des échecs en matière de résolution de la pauvreté.

L'article IV des Statuts du FMI enjoint le Fonds d'assurer la stabilité financière par l'équilibre des balances des paiements : pour ce faire, il s'intéresse à la situation interne des États à travers la conditionnalité et impose des règles de gestion des finances publiques. Dans le cadre de la prévention des crises, les formes d'endettement des États

¹⁸¹ Joseph GOLD, « Borrowing by the International Monetary Fund from Nonofficial Lenders », *The International Lawyer*, 1986, 20, pp. 455-483.

¹⁸² OCDE, « Coopération pour le développement 2013 : Mettre fin à la pauvreté », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2013.

¹⁸³ Voir les chiffres « BIRD : Engagements, décaissements bruts et décaissements nets », Résumé d'exploitation de la BIRD et de l'IDA : l'écart entre les engagements et les décaissements nets est presque de 10 millions de dollars en 2014.

sont analysées. Ainsi, pour les pays les moins avancés, les problèmes de balance des paiements et d'aide au développement sont liés¹⁸⁴.

Toutes les aides du FMI et de la Banque mondiale sont conditionnées à un ensemble de réalisations que l'État s'engage à accomplir, telle que des réductions des dépenses publiques et des emprunts extérieurs, ainsi qu'un contrôle de l'inflation et une augmentation de la supervision bancaire. Les limites de cette conditionnalité ont amené les institutions à revoir leurs conditions et à réformer leurs politiques de prêts¹⁸⁵. Plus encore, face aux possibilités de financement offertes par les bailleurs privés, elles ont cherché à encourager la mise en place de standards internationaux de comptabilité et d'audit.

Le surendettement souverain est un des domaines d'expertise des institutions de Bretton Woods. La Banque mondiale s'est particulièrement intéressée au surendettement souverain, tandis que le FMI s'est assigné un rôle de garde-fou en la matière. N'ayant plus le monopole du traitement des questions économiques des États, non seulement pour des raisons politiques¹⁸⁶, mais aussi parce que de nouveaux acteurs, publics et privés, interviennent, ils ont redéployé leurs activités dans le domaine de la gestion de la dette des États¹⁸⁷.

Institution d'exécution, la BIRD fournit aussi des services non financiers et joue un rôle d'expert dans le domaine de la gestion de la dette extérieure. L'endettement des pays en développement est un de ses thèmes clés d'analyse. Elle a abordé ce sujet dès les années 1960. En observant l'accroissement des indicateurs d'endettement, elle concluait dès le milieu des années 1960 que les problèmes provenaient d'emprunts et de prêts imprudents¹⁸⁸. L'analyse se poursuivit : en 1985, elle mit en lumière les emplois malencontreux des ressources d'emprunt extérieur, en citant notamment l'utilisation des fonds à des investissements peu rentables, le financement des déficits pour différer les

¹⁸⁴ James M. BOUGHTON, Domenico LOMBARDI, *Finance, Development, and the IMF*, New York, Oxford University Press, 2009, pp. 113-222.

¹⁸⁵ John W. HEAD, *Losing the global development war: a contemporary critique of the IMF, the World Bank, and the WTO*, Leiden, Martinus Nijhoff, 2008, 344p.

¹⁸⁶ Les critiques des programmes de la Banque mondiale sont légions, voir notamment le travail de l'ONG Bretton Woods Project.

¹⁸⁷ Jean-Marc SOREL, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *Annuaire Français de Droit International*, 2006, 481-504.

¹⁸⁸ World Bank and IDA annual report 1964-1965, pp. 57-63.

ajustements¹⁸⁹. Les accords de rééchelonnement pluriannuels n'étant pas suffisants, elle participa conjointement avec le FMI au plan Baker en 1985 et à l'initiative Brady en 1989¹⁹⁰.

Son étude de l'endettement et du surendettement a mené à la mise en place de programmes de réduction de la dette¹⁹¹. Plus encore, c'est une évaluation globale de la stabilité financière qui sous-tend les actions de la Banque mondiale, conjointement au FMI. Ainsi, depuis 1999, un programme d'évaluation s'intéresse à la résistance des secteurs financiers des États membres et à l'efficacité de leur régulation, pour identifier les forces et faiblesses et formuler des recommandations. Par ailleurs, le FMI et la BIRD, de par leur ancienneté et leur expertise, s'imposent informellement comme des coordonnateurs des banques régionales, nouveaux opérateurs du financement public souverain.

II. La régionalisation du financement public des États

De manière identique à l'évolution du financement bilatéral qui est passé des conventions bilatérales soumises au droit international à la prédominance de contrats de droit privé signés avec des agences étatiques, les financements multilatéraux évoluent vers une régionalisation et une entrée du droit privé dans des contrats directement effectués avec les emprunteurs finaux. Parallèlement à la multiplication des opérateurs publics (A.), le marché s'intègre au financement public international (B.).

A. La multiplication des opérateurs publics

Le réseau des institutions chargées du financement public souverain se densifie avec la création de ces nouveaux opérateurs que sont les banques régionales.

Depuis la création des institutions de Bretton Woods, le paysage des institutions financières a considérablement évolué avec la fondation de banques régionales de développement : la Banque interaméricaine de développement instaurée en 1959, la Banque africaine de développement en 1964, la Banque asiatique de développement en

¹⁸⁹ World Bank annual report 1985, pp. 85-118.

¹⁹⁰ Manuel MONTEAGUDO, « The Debt Problem: The Baker Plan (1985) And The Brady Initiative (1989) - History, Experience, Practice And Prospects », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 139-164. Voir infra Chapitre 2.

¹⁹¹ Voir infra Partie 2.

1966 et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement en 1991. Le succès des banques régionales de développement s'explique par la préférence donnée à l'informalisme par rapport au formalisme, à la flexibilité des mécanismes de financement et à l'adaptabilité des outils aux situations internationales économiques à travers des prêts, des dons, des subventions, des garanties et toute une gamme d'outils de financement.

Les conventions de prêts utilisées par ces opérateurs suivent toujours la même structure. Tout d'abord, le mécanisme de prêt est dévoilé : description du projet, rapport entre les prêteurs, montant, frais, mécanisme de remboursement. Ensuite, des clauses de protection énoncent les dispositions prises en cas de manquement ou de violation des obligations. En cas de changement de circonstances, l'accord précise les modalités à suivre. Enfin, les clauses de règlement des litiges comprennent l'accord relatif aux juridictions compétentes et au droit applicable. Le droit applicable aux opérations de ces banques régionales avec des emprunteurs souverains relève du droit international : à titre d'exemple, le droit applicable aux opérations avec des États dans les prêts de la BAfD est le droit international, conformément aux Conditions générales¹⁹².

Cependant, le droit interne de l'État emprunteur peut être privilégié en fonction de l'entité avec laquelle est conclu l'accord de prêt. Ainsi, dans le cadre des financements de la Banque européenne d'investissement, c'est le droit de l'État membre emprunteur qui est choisi. La régionalisation du financement s'effectue sous une nouvelle dimension avec l'Union européenne : on assiste à une européanisation des projets, mais aussi de l'aide au développement, qui se traduit par des engagements financiers communs¹⁹³. En effet, cette banque opère dans l'Union européenne et en dehors dans le cadre de l'Accord de Cotonou pour les États d'Afrique, des Caraïbes et du Pacifique et sur la base d'un mandat explicite du Conseil de l'UE pour les autres

¹⁹² Section 10.05 « *Droit applicable*

Le droit applicable à l'Accord de Prêt et à l'Accord de Garantie est le droit international public, dont il est convenu que les sources incluent :

a) les obligations résultant de traités liant les parties à ces traités;
b) les dispositions des conventions ou traités internationaux (qu'elles lient directement les parties ou non), généralement reconnues comme ayant été codifiées ou étant devenues des règles du droit coutumier, applicables aux États et aux institutions financières internationales, selon le cas ;
c) la coutume internationale, comme preuve d'une pratique acceptée comme ayant force de loi ; et
d) les principes généraux du droit applicables aux activités multilatérales de développement économique. ».

¹⁹³ Charlotte BUE, « La politique de développement de l'Union européenne : réformes et européanisation », *Critique internationale*, 2011, 53, pp. 83-99.

États. Conformément à ses statuts, la BEI a la possibilité de demander une garantie de l'État¹⁹⁴. Ces garanties, en tant qu'accessoire de l'opération de financement, sont soumises au même droit interne que l'instrument principal de prêt.

Statutairement, les banques de développement ne peuvent financer entièrement un projet et sont amenées à travailler ensemble. En matière de financement international, les financements conjoints sont rares car ils nécessitent qu'un seul contrat soit signé entre plusieurs bailleurs de fonds. Or chaque bailleur a des caractéristiques propres en matière de risque crédit, de passation de marché, de lutte contre la corruption ou encore de normes environnementales et sociales. Ainsi, les financements parallèles qui comptent autant de contrats que de bailleurs sont plus fréquents. Des clauses communes sont définies et chaque bailleur conserve ses spécificités.

Par le développement des cofinancements, les conventions de prêts multilatéraux, auparavant soumises exclusivement au droit international public, relèvent désormais du droit privé¹⁹⁵. Ce choix de droit applicable privilégié par les bailleurs s'explique par la diversité des contrats, des fora et des opérateurs finaux. Mais c'est surtout l'origine du financement qui explique quel droit est applicable.

B. L'entrée du marché dans le financement public international

Les intérêts publics financés par des emprunts d'organisations qui se fournissent sur les marchés financiers s'effectuent par le biais d'instruments de droit privé. On est passé d'un fonctionnement de bailleurs publics multilatéraux sur le principe de traités internationaux à une régionalisation avec un impact plus important des marchés. La majorité des structures des organisations à caractère bancaire s'inspire du modèle des sociétés commerciales par actions. Leur mode de financement et leurs pratiques juridiques vont de pair avec leurs structures.

En effet, l'impact du marché est tel que pour s'assurer un refinancement optimal, les conditions sont étudiées de manière à éviter tout défaut. La crise de 2008 a mis en

¹⁹⁴ Article 16.3 des Statuts : « *Lorsqu'un prêt est consenti à une entreprise ou à une collectivité autre qu'un État membre, la Banque subordonne l'octroi de ce prêt soit à une garantie de l'État membre sur le territoire duquel l'investissement sera réalisé, soit à d'autres garanties suffisantes, soit à la solidité financière du débiteur.* ».

¹⁹⁵ Michel BOUCHET, Amit GHOSE, « Co-Financing Transactions between Multilateral Institutions and International Banks », Paris, OECD, 1992.

lumière cette réalité du financement des organisations internationales¹⁹⁶. Si les titres émis par les gouvernements des économies avancées ont longtemps été considérés comme des placements sûrs par les organisations internationales à la recherche d'opportunités pour stocker les ressources dont elles n'ont pas immédiatement besoin pour leurs opérations, la dégradation des portefeuilles et les décotes imposées obligent à reconsidérer les politiques d'investissement.

Dans ces conditions, face à un défaut dans le cas d'un financement public international se pose la question de la hiérarchie des créanciers publics. Le statut des organisations internationales en vertu du droit international les autorise à certains traitements qui justifieraient des approches différentes de celles des investisseurs ordinaires. La BIRD exige dans ses conditions générales une clause de sûreté négative, mais il n'y a pas de clause *pari passu*¹⁹⁷ dans la mesure où elle bénéficie d'un statut de créancier privilégié. Dans les faits, cela implique qu'en cas de difficulté à rembourser, un État assure les paiements aux institutions financières internationales comme la BIRD sans que les banques commerciales bénéficient du même traitement.

De cette observation du financement public multilatéral, on constate qu'il ne constitue qu'une part minime de l'ensemble du financement des États. L'impact de ces organisations n'est donc plus tant quantitatif que qualitatif. En clair, elles ont besoin de s'attaquer à la question globale de la gestion des dettes souveraines pour assurer leur viabilité dans la financiarisation de l'endettement souverain.

Dans cette optique, suite à la dernière crise, on a parlé d'un nouveau Bretton Woods. Or la conférence de Bretton Woods résulte d'une concentration remarquable de pouvoirs autour d'un consensus transnational d'experts en temps de guerre¹⁹⁸. Une telle situation est difficilement imitable. Plus encore, il ne faudrait pas lui donner plus d'importance que ce qu'elle fut : le symbole et le résultat d'un long processus de négociations, sous l'impulsion du leadership américain et dans le sens des idées de

¹⁹⁶ Rutsel Silvestre J. MARTHA, « International Organizations as Sovereign Bondholders: An Unexplored Dimension of the Sovereign Debt Crisis », *Manchester Journal of International Economic Law*, 2013, 10, pp. 2-18.

¹⁹⁷ Pour la définition de ces clauses, voir *infra* Chapitre 2.

¹⁹⁸ Eric HELLEINER, « A Bretton Woods moment? The 2007-2008 crisis and the future of global finance », *International Affairs*, 2010, 86, pp. 619-636.

l'économiste Harry Dexter White¹⁹⁹. La création d'un nouveau système monétaire international suit un processus en plusieurs phases : une crise de légitimité, une zone grise de transition, une phase constitutive et une période de mise en place. La conférence ne fut donc qu'un élément constitutif d'un tout qui a créé le système d'après-guerre.

L'objectif d'aujourd'hui n'est pas de reconstruire un ordre économique après l'effondrement de l'économie mondiale des années 1930. Dans un monde décentralisé, il s'agit de trouver plus d'espaces de manœuvre à l'intérieur d'une réalité existante afin de réconcilier une économie mondiale multilatérale avec les aspirations d'une plus grande autonomie nationale.

*

Ce premier chapitre part du postulat que l'État, sujet de droit international, se finance auprès d'autres sujets de droit international, en application du même droit. Néanmoins, cette présentation initiale est rapidement rattrapée par la complexité des financements. Les protocoles financiers, typiques du rôle de l'État prêteur international, sont peu utilisés dans le financement souverain. De plus, les États délèguent leurs activités de prêteur à des agences qui utilisent le droit privé dans leurs contrats de financement. Par cette délégation, les supports des dettes sont de fait privatisés. Ainsi, même en restant au cœur des relations entre sujets de droit international, on constate l'insertion progressive du droit privé.

Tout en restant dans le cadre de l'État prêteur international, on s'est demandé si une technique de règlement de cette dette extérieure publique avait vu le jour entre sujets de droit international. Il s'est avéré que le périmètre défini par l'application de ce droit permet de dénoncer une obligation mais les règles internationales sont encore

¹⁹⁹ White s'intéressait aux besoins des États créanciers, tandis que Keynes aux États débiteurs. La proposition de White fut influencée par l'expérience de la Grande Dépression aux États-Unis qui fut suivie du krach boursier de 1929. La proposition de Keynes s'inspirait des analyses anglaises : l'importation augmenterait avec la fin de l'austérité de la guerre, alors que la capacité future d'exportation serait stoppée en raison des difficultés de reconversion des industries réquisitionnées pour la guerre. Voir Rosa M. LASTRA, « The Role of the International Monetary Fund », in *Sovereign Debt Management*, ed. by Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 49-68.

rare. Au cours du XIX^e siècle, des mécanismes institutionnels élémentaires chargés de percevoir et d'allouer les sommes dues aux créanciers ont existé au sein de protectorats. Mais aucune convention internationale ne fixe les règles relatives au règlement des dettes souveraines. Il n'existe pas de tribunal de la dette souveraine. Les outils disponibles sont lacunaires et n'offrent pas de sécurité juridique.

De ce bref aperçu sur le financement public international par le biais des protocoles financiers internationaux, il ressort que le cadre juridique évolue : il n'existe pas un *instrumentum* donné ni un corps arrêté de règles. C'est à partir de ce constat que nous continuons à présent la réflexion sur d'autres sources de financement : les crédits des banques commerciales et sur leurs effets sur la gestion des dettes souveraines.

CHAPITRE 2. LA GENERALISATION DU CONTRAT PRIVE PAR L'INTERMEDIATION BANCAIRE

Dans ce deuxième chapitre, nous traiterons de la dette extérieure privée à travers l'influence des emprunts bancaires sur le financement souverain. Suite à la création du marché de l'euro-deviser et au recyclage des pétrodollars des crises pétrolières de 1973 et 1979, les banques commerciales sont à la fin des années 1970 la première source de financement pour les États. Ainsi, entre 1970 et 1989, plus de la moitié des crédits souverains provient de banques commerciales²⁰⁰, tandis que les protocoles financiers interétatiques et les crédits des institutions financières internationales ne représentent chacun qu'un cinquième du financement des États²⁰¹.

Nous étudierons comment le développement de l'activité des banques commerciales sur le marché des euro-devises a permis à un véritable système monétaire et financier international privé d'émerger²⁰². C'est l'impact de cette évolution sur le financement souverain que nous cherchons à analyser. Nous monterons que la privatisation de l'endettement s'effectue à deux niveaux : premièrement, les banques commerciales prêteuses deviennent les opérateurs privés privilégiés (**Section 1**), deuxièmement les instruments d'endettement prennent la forme de contrats soumis au droit privé et répondant aux conditions de marché (**Section 2**).

²⁰⁰ MCGOVERN, *op.cit.*, « Different Market Windows on Sovereign Debt: Private-sector Credit from the 1980s to the present », in *Sovereign Debt: Origins, Crisis and Restructuring*, ed. by AGGARWAL and GRANVILLE, Royal Institute of International Affairs, 2003, pp. 69-91.

²⁰¹ En 1977, les proportions de l'endettement souverain étaient les suivantes : 23 % auprès d'États, 21 % auprès d'institutions financières internationales, 51 % auprès des banques et des marchés financiers et 5 % auprès de fournisseurs et d'autres sources privées. Au début des années 1970, des fournisseurs comme General Electric, Siemens ou Mitsubishi proposaient en effet des crédits à moyen terme à des entreprises publiques ou pour des projets publics d'infrastructure. Voir chiffres publiés sur le site de la Banque mondiale.

²⁰² Luis Jorge Garay SALAMANCA, « The 1980s Crisis in Syndicated Bank Lending to Sovereigns and the Sequence of Mechanisms to Fix it », in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, ed. by Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO, and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, pp. 111-139.

Section 1. La fonction d'intermédiation bancaire dans le financement souverain

La privatisation des supports de l'endettement souverain est caractérisée par l'imposition de règles définies par les créanciers privés à l'encontre des privilèges provenant du statut de souverain (I.) Cette intermédiation bancaire constitue le fondement du fonctionnement de l'endettement souverain (II.).

I. Les créanciers privés à l'encontre de la souveraineté

L'endettement auprès de créanciers privés est historiquement une affaire de monarques sur fond de guerre, de finance coloniale, de dette publique et de déclin d'empires (A.). L'évocation du fonctionnement historique du phénomène économique de l'endettement souverain permet d'envisager les questions actuelles avec recul, notamment dans l'évolution de la prise en compte de la souveraineté de l'État (B.).

A. L'intervention historique des créanciers privés

Jusqu'à l'époque moderne, l'histoire des emprunts souverains est une affaire de monarques²⁰³. Du roi d'Israël Salomon au IX^e siècle avant J-C à la reine Elizabeth I au XVI^e siècle, les transactions financières s'effectuent à titre personnel par les monarques, personnes physiques incarnant l'État²⁰⁴, souvent réputés mauvais payeurs²⁰⁵. Ainsi, la maturité d'une dette pouvait être calculée en fonction d'une estimation de la durée de vie du souverain. Les créanciers n'ont d'ailleurs pas tardé à exiger des garanties réelles ou personnelles sous forme de bijoux, d'affectations de recettes voire de provinces²⁰⁶. Or les engagements contractuels des monarques souverains étaient remplacés par la suspension du paiement des intérêts, la dépréciation monétaire ou le détournement des

²⁰³ Voir la distinction faite entre dette publique et dette royale : Philippe HAMON, « Les dettes du roi de France (fin du Moyen-Âge - XVI^e siècle) : une dette "publique" ? », in *La dette publique dans l'histoire*, ed. by Jean ANDREAU, Gérard BEAUR, and Jean-Yves GRENIER, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, pp. 85-97.

²⁰⁴ K.C, *op.cit.*, « Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1923, pp. 298-302.

²⁰⁵ « [Le Roi] ne payoit ni les financiers ni les négocians desquels il avait emprunté des sommes considérables ; il leur accordoit des surséances, ou des sauf-conduits contre leurs créanciers, autre désordre qui dérangoit et troubloit encore extrêmement le commerce, dans lequel on ne voyait presque plus d'argent. Le crédit qui supplée à l'argent comptant était entièrement évanoui. Le discrédit était universel, le commerce anéanti, la consommation affoiblie de moitié, la culture des terres négligées ; les ouvriers passoient à l'étranger. » Nicolas Dutot, *Réflexions politiques sur les finances et le commerce*, Paris, 1738, cité par Jean-Marie Thiveaud, « Crises et cycles, visions de l'histoire, du temps et de l'argent : Essai de généalogie d'un modèle épistémologique », *Revue d'économie financière*, n°26, 1993, pp. 391-416.

²⁰⁶ Gaston JEZE, « La garantie des emprunts publics d'État », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, Martinus Nijhoff Publishers, 1925, pp. 155-156.

sûretés qu'ils pouvaient mettre en œuvre. Il est intéressant de noter que dans la théorie allemande de la souveraineté de l'État selon Gerber, « *interpréter le droit du monarque comme la prérogative d'être l'organe d'une personne juridique revient à conférer au roi une place hors de l'État* »²⁰⁷.

La nature des emprunts des monarques évolua au XIX^e siècle avec la réduction du pouvoir du monarque au profit des parlements. L'expression « dette publique » permit de distinguer la dette contractée par l'État de celle du souverain, cette dernière ne pouvant être continue, pérenne ou transmissible²⁰⁸. La dette publique s'entendait comme étant contractée dans un but d'intérêt collectif. Elle revêtait un caractère juridique entraînant la responsabilité d'un État en cas de défaut envers ses créanciers²⁰⁹.

Les créanciers de l'État ont souvent été de riches possédants prêtant à leurs risques et périls aux monarques souverains. Intermédiaires fondamentaux dans la collecte de l'épargne et le financement de l'économie, les premières banques modernes sont apparues dans les villes italiennes au début de la Renaissance pour financer les activités commerciales internationales de marchands, mais également pour le financement des activités des États²¹⁰. La plus renommée, la banque des Medici, née de l'association en 1397 à Florence entre Jean de Médicis et le banquier Vieri Di Cambio, accorda des prêts à plusieurs puissances européennes et au pape²¹¹. D'autres établissements bancaires italiens florissants, les Bardi et les Peruzzi, firent cependant faillite à la fin du XIV^e siècle lorsque Edouard III d'Angleterre fit défaut sur les prêts souscrits destinés à financer la Guerre de Cent Ans contre la France²¹².

Les exemples de faillites bancaires découlant du non remboursement des emprunts souverains sont légion. Pendant toute la durée du règne de Philippe II

²⁰⁷ Carl Friedrich Wilhelm von GERBER, *Über öffentliche Rechte*, Tübingen, Laupp, 1852, 112p.

²⁰⁸ La distinction est très tôt faite : « [...] *the Publick Credit is National, not Personal, so it depends upon No thing or Person, No Man or Body of Men, but upon the Government, that is, The Queen and Parliament [...]* » selon Daniel DEFOE, *An Essay Upon Public Credit: Being an Enquiry how the Publick Credit Comes to Depend Upon the Change of the Ministry, Or the Dissolutions of Parliaments, and Whether it Does So Or No?*, W. Baynes, Paternoster-Row, J.S. Jordan, 1710, 54, pp. 22-23.

²⁰⁹ K.C., *op.cit.*, « Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1923, pp. 5 et suiv.

²¹⁰ François CROUZET, *A history of the European Economy, 1000-2000*, Charlottesville, University of Virginia Press, 2001, pp. 38-50.

²¹¹ Raymond de ROOVER, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494*, Cambridge, Harvard University Press, 1963, pp. 194-224.

²¹² Richard Scott CARNELL, Jonathan R. MACEY, Geoffrey P. MILLER, *The Law of Banking and Financial Institutions*, Aspen, 2009, pp. 739-771.

d'Espagne, de 1556 à 1598, ce monarque fut en guerre permanente et emprunta sous forme d'obligations auprès des grands banquiers de l'époque pour financer navires et soldats. En suspendant à quatre reprises le remboursement de ses dettes, il marqua l'histoire par des défauts successifs qui menèrent certains de ses créanciers à la faillite²¹³. Entre 1760 et 1810, le règne des Bourbons illustre la relation d'interdépendance entre guerres impériales et endettement : l'État espagnol leva sans relâche de lourds impôts dans ses colonies latino-américaines, notamment au Mexique, pour financer son empire et faire face à d'incessantes guerres²¹⁴.

Au-delà de l'aspect financier, la dimension politique de l'allocation de fonds privés se retrouve invariablement en filigrane tout au long de l'histoire de l'endettement souverain. À titre d'exemple, dès 1898, le gouvernement américain développe des stratégies d'octroi de prêts à certains gouvernements par le biais de banques privées²¹⁵. Cette diplomatie du dollar, décisive entre 1904 et 1929, est associée à l'émergence de la banque d'investissement. Les questions relatives aux intérêts des banques privées par rapport aux objectifs publics se posent, surtout lorsque des opérateurs privés sont nommés au sein des gouvernements emprunteurs pour assurer un contrôle des finances publiques²¹⁶.

B. Les particularités du débiteur souverain à travers le prisme du domaine économique

Puisque l'endettement de l'État a toujours été caractérisé par l'intervention de créanciers privés, la question de la particularité de ce débiteur n'est pas nouvelle, mais son immunité et les conséquences économiques émanant de son statut de souverain ont évolué. Lorsque les dettes sont contractées sous forme d'un contrat d'emprunt soumis au droit interne de l'État débiteur, les créanciers sont soumis à la législation de ce

²¹³ La famille de banquiers allemands Fugger fit faillite en 1607 suite à la succession des impayés du roi d'Espagne. Voir Mauricio DRELICHMAN, Hans-Joachim VOTH, « Lending to the borrower from Hell: Debt and Default in the Age of Philip II », *The Economic Journal*, 2011, 121, pp. 1205-1227. Anne DUBET, « Les rois d'Espagne et leurs créanciers. Une collaboration conflictuelle », in *La dette publique dans l'histoire*, ed. by Jean ANDREAU, Gérard BEAUR, and Jean-Yves GRENIER, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, pp. 243-267.

²¹⁴ Carlos MARICHAL, *Bankruptcy of Empire: Mexican Silver and the Wars between Spain, Britain and France, 1760-1810*, Cambridge Cambridge University Press, 2007, pp. 48-80.

²¹⁵ Emily S. ROSENBERG, *Financial Missionaries to the World: The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900-1930*, 2004, pp. 219-261.

²¹⁶ Faisal Z. AHMED, Laura ALFARO, Noel MAURER, « Lawsuits and Empire: on the Enforcement of Sovereign Debt in Latin America », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 39-46.

dernier. Il peut unilatéralement abroger les lois monétaires internes, manipuler la monnaie nationale, détourner les sûretés affectées pour les garanties, réduire le service de la dette²¹⁷.

L'État se présente donc comme un débiteur particulier dans la mesure où il est souverain. Il détient par conséquent la plénitude des compétences susceptibles d'être dévolues à un sujet de droit international. Sa souveraineté se traduit par un pouvoir monétaire, législatif et réglementaire. L'État peut ainsi librement énoncer des règles de droit applicables sur son territoire par ses tribunaux et exécutées par la force publique. Un exemple français notoire du XVIII^e siècle illustre l'utilisation de ce pouvoir législatif et réglementaire : en raison de l'état catastrophique des finances royales de Louis XVI, la Révolution française éclata. L'Assemblée constituante proclama dès juin 1789 son engagement formel de régler la dette publique et le rappela dans les Constitutions de 1791 et 1793²¹⁸ : cette promesse fut de courte durée. La loi de banqueroute des deux tiers du 8 nivôse an VI reconnut le droit à l'État français de faire défaut²¹⁹.

Quant au pouvoir monétaire, le droit international le reconnaît comme une prérogative souveraine²²⁰. Par conséquent, tout État est théoriquement libre de dévaluer sa monnaie, de modifier ses taux directeurs, d'injecter des liquidités et ainsi d'influencer le montant réel de ses emprunts libellés en monnaie nationale. Une telle modification de la valeur de la monnaie peut donc conduire à diminuer sensiblement le poids de la dette. Cependant, cette souveraineté monétaire, loin de ne constituer qu'un

²¹⁷ Pour un aperçu très complet sur les différents moyens utilisés, voir : Edwin BORCHARD, *State Insolvency and Foreign Bondholders: General Principles* New Haven, Yale University Press, 1951, 1, pp. 123-142.

²¹⁸ Titre V, article 2, §1 de la Constitution du 3 et 4 septembre 1791 : « *Sous aucun prétexte, les fonds nécessaires à l'acquittement de la dette nationale et au paiement de la liste civile, ne pourront être ni refusés ni suspendus.* ». Article 122 de la Constitution du 24 juin 1793 : « *La Constitution garantit à tous les Français l'égalité, la liberté, la sûreté, la propriété, la dette publique, le libre exercice des cultes, une instruction commune, des secours publics, la liberté indéfinie de la presse, le droit de pétition, le droit de se réunir en sociétés populaires, la jouissance de tous les Droits de l'homme.* ».

²¹⁹ « *Les promesses répétées de ne porter aucune atteinte à la dette publique ne sont qu'un acte moral, peut-être imprudent ou indiscret, qui ne peut jamais obliger les citoyens au-delà de la portion de leur revenu dont l'État peut légitimement disposer* » rapporte préalablement Emmanuel Crétet de Champmol au Conseil des Anciens le 8 vendémiaire an VI : voir Gaston JEZE, « Les défaillances d'Etat », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1935, pp. 387-388.

²²⁰ « *C'est un principe généralement reconnu que tout État a le droit de déterminer lui-même ses monnaies.* », CPJI, Affaires des emprunts serbes et brésiliens, arrêts n°14 et 15 du 22 juillet 1929, Rec., série A, n°20/21. Article 1^{er} de la Charte des droits et devoirs des États : « *Chaque État a le droit souverain et inaliénable de choisir son système économique* ».

privilège, crée des obligations²²¹. À la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'adoption de règles limitant l'exercice monétaire des États modifia l'appréhension de la monnaie et du pouvoir de l'État au nom de la reconstruction de l'économie mondiale. Plus récemment, avec la construction du système monétaire européen, l'intervention de l'État sur sa dette est plus abstraite que pratique : l'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne a de fait désuétisé la monnaie et rendu l'intervention des États sur leur dette à travers la manipulation de l'euro irréalisable²²². De plus, la souveraineté monétaire n'implique pas qu'un État détienne une autorité souveraine à l'égard de sa dette à partir du moment où les supports de l'endettement ne relèvent pas du droit public.

La généralisation du recours au capital privé a fait évoluer les prérogatives des États en matière d'immunité. Deux dimensions sont prises en compte dans les contrats : les immunités de juridiction et les immunités d'exécution. En matière d'immunité de juridiction, la distinction entre l'État agissant dans le cadre de ses fonctions de souverain – *jure imperii* – et l'État agissant comme entité commerciale – *jure gestionis* est admise. Soit le contrat était considéré comme un acte de souveraineté – conception soutenue par les États emprunteurs –, soit il s'inscrivait dans une politique de gestion économique – position défendue par les créanciers. Or de nombreux engagements ne furent pas honorés sur le fondement de cette distinction jusqu'à ce que le financement soit considéré comme un acte de gestion. Dès 1976, les États-Unis souscrivent au fait que les procédures civiles dirigées contre l'État et ses démembrements sont possibles lorsqu'il s'agit d'un comportement relatif à un acte de *jure gestionis*²²³. Plus récemment, la Convention des Nations unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens du 2 décembre 2004 a pris acte de cette relativité de l'immunité de l'État pour les actes de *jure gestionis*.

²²¹ Geneviève BASTID-BURDEAU, « Les euro-crédits. L'apparition des contrôles étatiques », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCARD, and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 369-393.

²²² Mathias AUDIT, « La dette souveraine appelle-t-elle un statut juridique particulier ? », in *Insolvabilité des États et dettes souveraines*, ed. by Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J., 2011, pp. 67-87.

²²³ Aux États-Unis les exceptions générales à l'immunité de juridiction de l'État décrites dans le Foreign Sovereign Immunity Act du 21 octobre 1976 : « (a) *A foreign state shall not be immune from the Jurisdiction of courts of the United States or of the States in any case : (1) in which the foreign state has waived its immunity either explicitly or by implication, notwithstanding any withdrawal of the waiver which the foreign state may purport to effect except in accordance with the terms of the waiver; (2) in which the action is based upon a commercial activity carried on in the United States by the foreign state; or upon an act performed in the United States in connection with a commercial activity of the foreign state elsewhere; or upon an act outside the territory of the United States in connection with a commercial activity of the foreign state elsewhere and that act causes a direct effect in the United States* ».

Par l'insertion de clauses contractuelles, l'État abandonne le fait de se prévaloir de toute action dirigée contre lui. Ainsi, une clause de renonciation à toute immunité de juridiction est systématiquement insérée dans les contrats de dette souveraine. Les tribunaux choisis pour porter les litiges relatifs aux euro-crédits peuvent être ceux de l'État de l'emprunteur, du garant ou ceux de l'État dont le droit régit la convention. Dans le premier cas, ils sont situés là où sont les actifs ; dans le second, il s'agit de pouvoir porter les litiges devant un tribunal autre que celui de l'État.

Cette clause de renonciation à l'immunité de juridiction est généralement complétée par un engagement à renoncer à l'immunité d'exécution. Un exemple de clause-type de renonciation à l'immunité souveraine²²⁴ :

« The State irrevocably waives all immunity to which it may be or become entitled in relation to this agreement including immunity from jurisdiction, enforcement, prejudgment proceedings, injunctions and all other legal proceedings and relief, both in respect of itself and its assets, and consents to such proceedings and relief. ».

L'État se résigne à ne pas protéger ses biens. Cette immunité d'exécution s'applique pour tous les biens à finalité commerciale, mais est cependant tempérée lorsque des prérogatives de puissance publique sont en jeu, puisqu'elles impliquent une protection du droit international²²⁵. Ces clauses contractuelles restent cependant limitées puisque sans régime crédible de recouvrement de la dette ; la pratique actuelle permet aisément d'assigner un État mais lorsqu'il s'agit de saisir ses biens, les succès sont incertains²²⁶.

Les créanciers privés et en particulier les banques commerciales sont depuis toujours impliqués dans le financement de l'endettement souverain. Toutefois, la situation contemporaine est caractérisée par un développement sans précédent du marché en raison de l'émergence des prêts syndiqués internationaux. Ces prêts internationaux reposant sur les euro-devises sont accordés par des banques européennes

²²⁴ Robert R. WOOD, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, London, Sweet & Maxwell, 2007, pp. 141-142.

²²⁵ RIVIER, *op.cit.*, *Droit international public*, Paris, PUF, pp. 262-270.

²²⁶ Jonathan EATON, Mark GERSOVITZ, « Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis », *The Review of Economic Studies*, 1981, 48, pp. 289-309. : « Unless the governments of private creditors are willing to coerce debtor governments not repaying loans, there is no explicit mechanism deterring a government from repudiating its external debts ». La saisie du trois-mâts argentin Libertad sur demande de NML Capital au Ghana illustre l'incertitude rencontrée par les créanciers : le tribunal international du droit de la mer à Hambourg en a ordonné la mainlevée le 15 décembre 2012. TIDM, *Affaire de l' « Ara Libertad » (Argentine c. Ghana)*, Affaire n°20, 15 décembre 2012.

rassemblées en syndicats bancaires internationaux qui transforment les liquidités en emplois à long terme.

II. L'émergence du marché des prêts syndiqués internationaux

La généralisation de l'utilisation des prêts syndiqués internationaux a permis aux banques commerciales de constituer le cœur de l'endettement souverain (A.). Cependant, les défauts souverains des États latino-américains ont remis en cause le système en raison de la peur d'un risque systémique et d'une contagion affectant l'ensemble des banques américaines (B.).

A. Les prêts syndiqués internationaux au cœur de l'endettement souverain

Pendant la phase de reconstruction de l'économie française après la Seconde guerre mondiale, « le circuit du Trésor » fut mis en place pour éviter le recours au marché²²⁷. Largement utilisés sur le marché intérieur des États-Unis et présentés comme nés en Allemagne avant la première guerre mondiale²²⁸, les prêts syndiqués internationaux²²⁹ se sont généralisés à partir des années 1960 avec les euro-crédits issus des dépôts de dollars effectués par les États socialistes en Europe et constituèrent le principal véhicule du financement souverain dans les années 1970. Le retour à des instruments de marché a transformé les interactions entre l'État, l'économie et les marchés en matière de financement publics.

La syndication internationale réunit deux ou plusieurs institutions de crédit situées dans des États différents de celui de l'emprunteur²³⁰. Les contrats de prêts syndiqués ne sont pas une invention de l'euro-marché : ils ont prospéré grâce à l'essor

²²⁷ Benjamin LEMOINE, « Dette publique, débat confisqué. Pourquoi la France emprunte-t-elle sur les marchés ? », *La Vie des idées*, 2013, <http://www.laviedesidees.fr/Dette-publique-debat-confisque.html>.

²²⁸ Philipp R. WOOD, *The Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, 2008, p. 256.

²²⁹ Lorsque l'on parle de syndication, plusieurs banques sont rassemblées en raison du montant des sommes en jeu. La syndication est donc le fait pour deux banques ou plus d'accorder un prêt à un emprunteur sur la base de termes communs contenus dans un seul accord juridique. En pratique, un chef de file se charge de négocier les termes du prêt pour les autres. Un agent est désigné parmi les banques pour gérer la syndication, notamment la communication. V. Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, « La valeur juridique de la syndication », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 155-241.

²³⁰ Steven A. DENNIS, Donald J. MULLINEAUX, « Syndicated loans », *Journal of Financial Intermediation*, 2000, 9, pp. 404-426.

de ce dernier²³¹. Il s'agit d'une technique bancaire destinée à satisfaire les multiples besoins de financement qu'un État peut rencontrer. Les prêts peuvent être destinés à financer un rééquilibrage de la balance des paiements, à accroître les réserves de la banque centrale, à accompagner de grandes exportations. Pendant les années 1970, ces euro-crédits constituaient le principal véhicule de la finance internationale.

Le développement des prêts syndiqués peut être découpé en plusieurs phases²³². Pendant les années 1970, les euro-crédits étaient principalement utilisés pour les emprunteurs souverains : ils se sont internationalisés pour répondre à une demande croissante de financement pour l'élaboration de grands projets économiques²³³. Ils permettent de fournir une quantité de fonds largement supérieure à ce qu'un seul établissement bancaire peut générer. Durant cette période, les États et les entreprises publiques financèrent de plus en plus leur déficit sans recourir à l'assistance ou au contrôle des organisations financières internationales. Entre 1971 et 1982, les pays en développement d'Afrique, d'Asie et spécialement d'Amérique latine se finançaient principalement par des prêts syndiqués à moyen terme.

Ainsi, parallèlement à l'augmentation de la liquidité internationale résultant du surplus de pétrodollars, le montant global de la dette a explosé²³⁴ : les prêts proposés par les banques commerciales offraient une opportunité de diversification des sources de financement, ce qui améliorait la position des emprunteurs souverains vis-à-vis des institutions financières internationales. Cette diversification permettait aussi de réduire le pouvoir de ces prêteurs officiels imposant une conditionnalité jugée trop contraignante ou inadaptée.

Face au manque de fonds des organisations financières internationales ou des États pour les grands projets économiques, la syndication bancaire constituait la

²³¹ « Les [...] crédits internationaux n'ont pas débuté avec la crise du pétrole de 1974, et la nécessité de recycler des montants importants d'excédents pétroliers. Mais la crise a considérablement accentué le rôle des banques sur le plan international. » in Archives de la Banque de France, 1489200304-15, G. Aubanel, Directeur-adjoint de première classe, Direction Générale des Services Étrangers, « Le rôle des banques dans le recyclage des capitaux », 29 avril 1980, cité par Carlo Edoardo ALTAMURA, « La banque dans la tourmente : les banques françaises, la Banque de France et le marché de l'euro-dollar », *Histoire@Politique*, 2013, 19, pp. 101-113.

²³² Blaise GADANEZ, « The syndicated loan market: structure, development and implications », BIS, 2004.

²³³ Philippe FOUCHARD, « Financement et endettement internationaux : aspects juridiques », *Journées de la Société de législation comparée*, 1986, Vol. 635, pp. 661-676.

²³⁴ Kunifert RAFFER, *Debt Management for Development. Protection of the Poor and the Millennium Development Goals*, Cheltenham, Edward Elgar, 2010, pp. 7-8.

technique adéquate. En effet, la syndication repose principalement sur une pratique d'internationalisation destinée à ventiler les risques et à regrouper le plus grand nombre de banques afin d'accorder des crédits importants ou d'augmenter les possibilités d'opérations complexes²³⁵. Par conséquent, les banques privées se sont substituées aux organismes multilatéraux et aux gouvernements²³⁶. Ainsi, la dette publique des pays en développement a été bancarisée en raison de l'insuffisance de l'aide publique au développement conjuguée à une volonté politique de se défaire des conditions imposées par les organisations financières internationales.

Structurellement, deux modèles bancaires s'opposent : d'un côté la banque universelle, offrant tous les services financiers, de la collecte des dépôts aux opérations sur les marchés de capitaux en passant par les services d'assurance ; de l'autre les banques spécialisées réparties entre la banque commerciale et la banque d'affaire. Si les premières sont chargées de collecter l'épargne et de gérer les dépôts d'argent, les secondes ne reçoivent aucun dépôt et doivent se financer sur les marchés. Ces dernières se consacrent à la gestion de portefeuille de grandes entreprises, à l'investissement sur les marchés de capitaux et à diverses opérations de financement. La séparation de ces métiers bancaires, entérinée aux États-Unis après la Grande Dépression par le Glass-Steagall Act de 1933²³⁷, est toujours débattue : le gouvernement Clinton a abrogé ce texte et permis l'utilisation des dépôts pour investir sur les marchés²³⁸. En Europe, le Royaume-Uni et la France connaissent une séparation des métiers bancaires, tandis que l'Allemagne conserve le modèle de banque universelle²³⁹. Avec la mondialisation

²³⁵ HERRENSCHMIDT, *op.cit.*, « Présentation des euro-crédits », in *Les euro-crédits. Un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by BLAISE, FOUCHARD, and KAHN, Paris, Libraires techniques de Paris, 1981, pp. 46-47.

²³⁶ Emmanuelle BOURETZ, *Crédits syndiqués. Transfert et partage du risque entre banques*, La Revue Banque, 2005, pp. 25-58.

²³⁷ Banking Act of 1933 (Pub.L. 73-66, 48 Stat. 162, enacted June 16, 1933)

« SECTION 21 Receipt of deposits by securities companies and other non-banking institutions.

It is made unlawful, after a period of one year:

(1) For any person, corporation or other organization engaged in the issue, underwriting or selling of securities to receive deposits subject to check or to repayment upon presentation of a pass book or certificate.

(2) For any person, corporation or organization, other than a financial institution or private banker subject to examination and regulation under State or Federal law, to receive deposits subject to check or to repayment upon presentation of a pass book or certificate, unless such person, corporation or organization shall submit to periodic examination by the Comptroller of the Currency or Federal reserve bank and shall make periodic reports of condition in the same manner and at the same time as is required of national banks. ».

²³⁸ Dimitris N. CHORAFAS, *Sovereign Debt Crisis: The New Normal and the Newly Poor*, Palgrave Macmillan, 2011, pp. 41-58.

²³⁹ Laurence SCIALOM, *Économie bancaire*, Paris, La découverte, 2013, pp. 25-40.

financière, la tendance est à la concentration des établissements bancaires parallèlement à la diversification des activités.

Cette structure bancaire complexifie l'appréhension de la dette. La restructuration de la dette dans les années 1980 concernait une grande partie de prêts syndiqués, mais il y avait également des crédits commerciaux auprès de banques à New York et à Londres pour les unités offshore de banques des États débiteurs, des crédits fournisseurs garantis ou non par le gouvernement ou un organisme de crédit²⁴⁰.

B. La crainte de la contagion et de l'effondrement des banques américaines

Le défaut du Mexique en 1982 freina brutalement cette technique d'endettement en marquant la fin de l'expansion bancaire des euro-crédits. Pour sauver le système bancaire, des programmes successifs furent mis en place par le gouvernement américain par l'intermédiaire de la titrisation.

Alors qu'en 1982, les prêts syndiqués représentent près de 46 milliards de dollars, le mois d'août 1982 marque un arrêt brutal : le Mexique suspend les paiements de sa dette souveraine, suivi par le Brésil, l'Argentine, le Venezuela et les Philippines. Dans un premier temps, un plan de sauvetage est mis en place pour que le Mexique puisse assurer le paiement des échéances de l'été 1982. Ensuite, sous l'influence du gouvernement américain, les banques commerciales ont dû continuer à prêter aux États surendettés à des taux d'intérêt moindres, tout en suspendant l'application des clauses de sûreté négative et les clauses de partage²⁴¹. L'objectif affiché était d'éviter un éclatement du système bancaire américain.

Pour ce faire, les banques américaines cherchent à conserver la valeur faciale des prêts pour gagner du temps et provisionner leurs réserves. Par conséquent, les États endettés doivent absolument rembourser leurs prêts à échéance. En parallèle, le gouvernement américain œuvre pour que des garanties soient accordées aux États surendettés par la banque d'import export des États-Unis Eximbank. En 1983, le capital du FMI est augmenté afin de venir en aide aux opérateurs touchés par les défauts. Dans

²⁴⁰ RIEFFEL, *op.cit.*, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., Brookings Institution Press, pp. 122 et suiv.

²⁴¹ Edgar Nassar GUIER, « La position du Gouvernement américain en matière d'endettement des États : du plan Baker à l'initiative Brady », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 111-137.

un troisième temps, lorsque les banques commerciales ont suffisamment provisionné leurs réserves, le « Programme pour une croissance durable » est mis en place en octobre 1985 à l'initiative du secrétaire au Trésor James Baker²⁴². Il repose sur une stratégie bancaire tournée vers la transformation des actifs : par la vente, l'échange ou le *swap* de prêt, les banques convertissent leurs actifs.

Ce programme est complété en 1989 par le plan Brady qui vise à réduire la dette et non plus seulement à sauvegarder les banques et le système financier. Les techniques financières sont empruntées au plan Baker qui, dès avril 1987, introduit les options du « menu du marché » (« *menu approach* »). Il s'agit de mécanismes de rachat de dettes (« *debt buy-back* »), de rachat et conversion en actifs réels (« *debt-equity swap* ») et de conversions en obligations (« *exit bonds* »). Ces outils permettent de restructurer la dette mexicaine sous forme de titres obligataires appelés « Brady bonds ». Entre 1989 et 1995, l'introduction de ces Brady bonds permit aux banques de se débarrasser des prêts souverains après les crises de la dette en Amérique latine.

Les prêts syndiqués souverains diminuent pendant toute la décennie 1980 : en 1985, ils ne représentent plus que 9 milliards de dollars. À partir des années 1990, ils sont principalement utilisés pour les entreprises tout en restant quantitativement importants puisqu'en 2003, ils sont chiffrés à près de 1,3 milliard de dollars. Cette technique bancaire reste un outil indispensable pour le financement de grands projets et les restructurations.

Les prêts des banques commerciales aux gouvernements sont généralement sous deux formes : des prêts bancaires auprès d'un seul établissement de crédit ou des prêts syndiqués. Les premiers sont utilisés pour les petits montants avec des échéances plus courtes, tandis que les seconds impliquent un groupe de banques pour un montant plus élevé. Ces prêts consortiaux sont devenus la forme dominante de prêts à moyen terme dans les années 1970. Le nombre et la variété des banques concernées permettaient de financer toute sorte de projets. En accordant ces prêts à des États, les banques ont dans

²⁴² Manuel MONTEAGUDO, « The Debt Problem: The Baker Plan (1985) And The Brady Initiative (1989) - History, Experience, Practice And Prospects », *ibid.* ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 139-164.

un premier temps augmenté significativement leurs revenus tout en évitant les risques, en partie en se fondant sur l'idée d'une solvabilité des emprunteurs²⁴³.

Section 2. La privatisation des supports de l'endettement souverain

Le marché internationalisé des euro-crédits s'est imposé dans le financement souverain. Cette construction a mené à la privatisation des supports de l'endettement souverain. (I.). Plus encore, ce marché s'est développé en marge des règles étatiques, les États laissant les banques développer et fixer les règles et structures de la syndication bancaire (II.).

I. Le droit privé au cœur de l'endettement souverain

Pour leur activité de recyclage des pétrodollars, les banques commerciales ont créé un instrument juridique particulier destiné à prendre en compte la nature des liquidités, les risques liés aux emprunteurs et le caractère international de l'opération (A.). Cet instrument s'est normalisé dans la profession bancaire (B.), tout comme l'intégration de clauses de sauvegarde types (C.).

A. Une normalisation contractuelle

La pratique des euro-crédits a conduit à la mise en place d'un schéma contractuel *sui generis* qui laisse peu de place aux négociations dans le cadre de ces quasi-contrats d'adhésion.

En raison de la diversité des notions de prêt, de mandat, de responsabilité contractuelle et de droit des obligations de chaque droit interne, aucun instrument national ne correspondait à la demande bancaire. À partir de la fin des années 1960, un instrument contractuel a donc été mis au point par des cabinets d'avocats spécialisés dans la rédaction de contrats d'euro-crédits. Le même schéma contractuel *sui generis* se retrouve dans les contrats utilisés par la communauté professionnelle homogène des banquiers qui partagent les mêmes intérêts : sécuriser le marché sans chercher à se concurrencer dans les clauses juridiques. L'ingénierie juridique développée par les syndicats bancaires a standardisé tous les contrats des opérateurs du financement public.

²⁴³ RIEFFEL, *op.cit.*, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., Brookings Institution Press, pp. 107 et suiv.

Les banques commerciales restent les seules à assurer la fonction d'intermédiaire en recevant les dépôts en euro-devises, en empruntant à court terme, et en prêtant à moyen ou long terme. Mais les euro-banques ne désignent qu'une trentaine d'établissements très actifs, originaires d'une dizaine de pays. Environ deux cents autres banques participent plus modestement. Par conséquent, les syndications réunissent souvent les mêmes chefs de file et les mêmes agents, les contrats sont rédigés par les mêmes cabinets spécialisés. Ce phénomène explique qu'on ait pu parler de normalisation du marché international des euro-devises²⁴⁴. En effet, la syndication bancaire fait émerger une sorte de *lex mercatoria* en matière d'endettement, tout comme dans le domaine des émissions obligataires. Les parties peuvent également décider de se référer à ladite *lex mercatoria* comme loi applicable²⁴⁵.

Cette normalisation des pratiques est favorisée par le travail de l'association de marché du crédit, la LMA, qui systématise et publie régulièrement les meilleures pratiques du marché dans des contrats-types inspirés par les pratiques du droit anglo-américain²⁴⁶. La rédaction tend donc à être similaire. Les exigences contractuelles sont destinées à se prémunir autant que possible contre les risques des emprunteurs souverains. Les clauses de ces contrats-types reflètent la problématique du risque et de l'aléa. Même si la liberté contractuelle est de mise, elle est de fait souvent restreinte et les négociations sont limitées aux conditions financières de l'opération.

Si chaque opération de financement est adaptée à la situation et au risque en présence, la marge de manœuvre est limitée pour négocier ces quasi-contrats d'adhésion. En effet, les banques sont des intermédiaires entre le marché des euro-devises sur lequel elles se refinancent et les emprunteurs finaux. Par conséquent, les prêts reflètent les conditions qui leur sont imposées lors de leur refinancement. C'est donc l'état du marché des euro-devises qui fixe les conditions applicables aux euro-crédits. Les conditions de refinancement sont stipulées contractuellement et intègrent un facteur d'instabilité.

²⁴⁴ On entend par normalisation la formation de norme découlant d'une pratique et d'une utilisation répétées, s'apparentant à des règles juridiques générales et objectives qui ne sont pas subordonnées à leur stipulation dans chaque contrat. Voir BLAISE, FOUCHARD, *op.cit.*, « La valeur juridique de la syndication », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by BLAISE, FOUCHARD, and KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 210 et suiv.

²⁴⁵ Klaus Peter BERGER, *The creeping codification of the lex mercatoria*, The Hague, Kluwer Law International, 1999, 464p.

²⁴⁶ Marc FAVERO, « La standardisation contractuelle, enjeu de pouvoir entre les parties et de compétition entre systèmes juridiques », *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 2003, n° 3, pp. 429-448.

Plusieurs caractéristiques de ces contrats permettent d’y déceler l’absence de négociation. Les conditions préalables au déboursement sont difficilement négociables car elles constituent le dernier rempart avant le décaissement du prêt et permettent de vérifier que toutes les diligences et toutes les obligations contractuelles sont respectées. Il s’agit des déclarations et garanties telles que les pouvoirs, autorisations, et enregistrements, ainsi que les questions de conflit de loi et de validité des obligations qui sont développées dans l’opinion juridique demandée par le syndicat bancaire.

Les États sont généralement en mesure de négocier les conditions financières des crédits si leur solvabilité n’est pas douteuse. Mais selon la conjoncture, l’importance des liquidités et des endettements, le marché des euro-crédits varie entre un marché de prêteurs et un marché d’emprunteurs. Suite au plan Brady, les conditions contractuelles des prêts ont évolué pour intégrer le risque réel de défaut des emprunteurs souverains. Les clauses étant destinées à assurer la protection des banques, elles recherchent des garanties au sens large pour les prêts octroyés : pour les États, loin des garanties classiques, un grand nombre de clauses vise à les protéger sans constituer des sûretés²⁴⁷. Ces clauses que l’on retrouve classiquement dans tous les contrats²⁴⁸ peuvent être analysées sous l’angle d’un potentiel procès ou d’un arbitrage, mais surtout dans le cadre de négociations entre le prêteur et l’emprunteur. Lorsque les emprunteurs sont des États souverains, la négociation peut aussi s’attarder sur le droit applicable : alors que le droit international public n’est jamais prévu car trop vague et imprévisible selon les opérateurs bancaires, le Brésil, le Venezuela ou la Colombie ont souvent refusé l’application du droit anglais au nom de la doctrine Calvo²⁴⁹.

Cette normalisation des pratiques provient de différentes associations professionnelles. Par exemple, dans le domaine des produits dérivés, l’association internationale des *swaps* et dérivés (ISDA) a réuni entreprises et banques pour analyser les dispositions contractuelles privilégiées par chacun. Elle promeut l’élection du droit anglais et du droit américain et organise des sessions de formation dans les différentes

²⁴⁷ Camille JAUFFRET-SPINOSI, Claude KELLY, « La protection contractuelle », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 525-568.

²⁴⁸ Pour les emprunteurs dits *corporate*, il s’agit des « *representations and warranties* », « *covenants* », « *garantee* », « *events of default* ». Dans le cas d’un emprunteur souverain, elles sont adaptées aux caractéristiques et aux risques particuliers.

²⁴⁹ Philip R. WOOD, « Essay: Sovereign Syndicated Bank Credits in the 1970s », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 7-28.

capitales européennes pour assurer son implantation en la matière. En réaction, la Fédération Bancaire de l'Union Européenne est entrée en concurrence avec le contrat type « euro-master », s'opposant notamment aux modèles élaborés par l'ISLA. Elle souhaite se positionner sur « *toutes les autres opérations financières telles les opérations sur devises, les swaps et options* ». L'objectif est de pouvoir faire éllection d'un des droits européens.

B. *La gestion du risque souverain*

Pour les banques, le risque souverain est défini par le non-règlement par l'État de ses dettes, correspondant au risque commercial, auquel s'ajoutent les risques monétaires et juridiques allant jusqu'à l'expropriation.

L'expression « risque souverain » peut renvoyer à des problèmes juridiques, monétaires et financiers que les créanciers prennent en compte au moment de leur investissement. Le premier risque renvoie à l'action de l'État sur sa monnaie pour alléger le poids de sa dette. Le deuxième provient de l'émission de nouvelles règles visant à modifier le corpus normatif qui s'applique aux contrats de prêt. Le troisième problème affectant le placement en obligations se divise en risque de taux d'intérêt et risque de crédit. En effet, la valeur d'une obligation fluctue en fonction du taux d'intérêt. Des mécanismes permettent de prendre en compte ces fluctuations afin d'assurer à l'investisseur un rendement comparable aux nouvelles obligations émises. Appelés coefficients de sensibilité, ils visent à fixer l'objectif de risque du portefeuille et aident à sélectionner les titres²⁵⁰. Le risque de crédit désigne le risque de défaut de l'émetteur de l'obligation. Pour le compenser, un taux plus élevé est demandé en fonction du niveau de risque supporté par l'investisseur. En matière financière, le *spread* chiffre le niveau de risque de crédit de l'investisseur dont l'étude est révisée périodiquement par les agences de notation qui utilisent une échelle de *rating* sous forme de lettres²⁵¹.

Dans la syndication, les banques commerciales partagent des objectifs communs et un avantage pécuniaire par le biais de la commission rémunérant la prise de risques.

²⁵⁰ Il s'agit d'un calcul actuariel, voir Bertrand JACQUILLAT, Bruno SOLNIK, Christophe PERIGNON, *op. cit.* pp. 197-239.

²⁵¹ La meilleure note est AAA, puis AA, puis A, etc. A partir de BB, les obligations sont risquées et ne peuvent être détenues par certains investisseurs institutionnels.

Mais la technique de syndication bancaire repose avant tout sur la nécessité de mitiger les risques, le principal étant la défaillance de l'emprunteur. Contractuellement, chaque banque supporte les obligations et les aléas de sa part de prêt²⁵². Lors de la signature du contrat, chaque banque s'engage séparément pour le montant correspondant à sa contribution, selon cet exemple de clause-type :

« Each of the Lenders severally agrees, on the terms and conditions of this Agreement, to make loans to the Borrower at such Lender's office specified in Schedule [1] [...] up to an aggregate amount not exceeding the amount of such Lender's Commitment ».

L'euro-crédit total est en effet constitué de l'addition des crédits individuels consentis par chacune des banques syndiquées. Ainsi, il n'existe pas une obligation unique rassemblant plusieurs codébiteurs, mais des obligations conjointes de créanciers distincts envers un débiteur unique. Une définition au début du contrat précise généralement :

« Contribution means, as to each of the Banks, the principal sum specified against its name at the end of this Agreement which such Bank is obliged to contribute, subject to the terms hereof, to the Loan Commitment under Clause [X] or, as the context requires, the portion of such principal sum advanced by a Bank and outstanding for the time being. ».

Une répartition proportionnelle des remboursements est mise en place entre les banques syndiquées pour diluer le risque. Si au moment du versement des fonds chaque banque gère sa part de prêt, pour le remboursement du prêt ou pour tout incident, le principe de proportionnalité réapparaît ensuite puisqu'une répartition des risques et une perméabilité entre les banques sont réinstaurées²⁵³. Il est également contractuellement possible de transférer ultérieurement le risque commercial, comme l'illustre cette clause-type :

*« This Agreement shall be binding upon and shall inure to the borrower, the Banks, the Agent and their respective successors and assigns, except that the Borrower may not assign its rights or obligations hereunder without the prior consent of all the Banks.
Each of the Banks shall have the right to sell to other financial institutions participations of any amount and any maturity in its loans hereunder.*

²⁵² Christian PUHR, « L'organisation bancaire des euro-crédits : la pratique de la syndication, la constitution du syndicat », in *Les euro-crédits. Un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, and Philippe KAHN, Paris, Libraires techniques de Paris, 1981, pp. 107-114.

²⁵³ BLAISE, FOUCHARD, *op.cit.*, « La valeur juridique de la syndication », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by BLAISE, FOUCHARD, and KAHN, Paris, Libraires techniques, 1981, pp. 155-184.

Each of the Banks may transfer all or any part of its rights and obligations under this Agreement to any branch or affiliate (provided that such transfer does not as of the time therefor result in any increased cost to the Borrower hereunder) and the Borrower agrees to execute any documentation necessary to effect any such transfer, but no Bank may otherwise assign its rights or obligations, hereunder unless the Borrower shall have first given to the Agent its written consent to such assignment (which consent shall not be unreasonably withheld). ».

La syndication indirecte désigne les cas de sous-participation et de cession de participation. La première implique une autre banque sans modifier les rapports existants, tandis que la seconde, au contraire, substitue la banque cessionnaire à la banque cédante dans tous les droits et obligations nés du contrat. Néanmoins, la syndication bancaire, en réduisant le risque commercial par l'augmentation des banques participantes, augmente le risque juridique.

La diversité des droits applicables et la durée du prêt peuvent occasionner des changements de circonstances juridiques. En pratique, la convention de crédit régit à la fois les relations de crédit et la relation de syndicat bancaire en un ensemble contractuel²⁵⁴, à la différence des émissions obligataires où il existe un instrument contractuel pour chaque étape de l'opération. Mais cet instrument unique est victime d'inflation rédactionnelle : les clauses récurrentes ne sont pas d'usage²⁵⁵ et nécessitent toujours une stipulation expresse. En effet, il convient de distinguer la pratique des euro-banques de la compréhension des emprunteurs qui restent très divers et fondamentalement dispersés. En outre, à chaque crise notamment la dernière touchant l'Europe²⁵⁶, la taille des clauses contractuelles augmente.

L'*instrumentum* unique liant juridiquement tous les signataires stipule généralement une clause de loi applicable, étant donné que la détermination de la loi applicable à un contrat international peut s'avérer complexe. Lorsqu'il s'agit d'un emprunteur souverain, ces contrats internationaux de droit privé peuvent théoriquement

²⁵⁴ Voir le modèle de contrat d'euro-crédit entre un État et un syndicat bancaire, annexe IV de Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, Philippe KAHN, *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 725-741.

²⁵⁵ En droit américain, l'usage renvoie aux « *pratiques ou habitudes observées si régulièrement dans une profession, une place ou une branche du commerce que l'on peut s'attendre à ce qu'elles soient observées dans la transaction en question, parce que les membres de cette profession en ont ou auraient dû en avoir connaissance* » (Code de commerce uniforme des États-Unis, Section 1.205, al. 2) ou parce que « *des personnes raisonnables de même qualité placées dans leur situation les considèrent normalement comme applicables à leur contrat* » (Loi uniforme sur la vente internationale, art. 9, al. 2).

²⁵⁶ Mohamed A. EL-ERIAN, « Lorsque la dette souveraine des économies occidentales devient risquée », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 31-38.

être soumis à l'application de la loi de l'État emprunteur, mais la pratique contractuelle démontre que le droit applicable aux conventions d'euro-crédit est généralement le droit anglais ou celui de l'État de New York, bien connus des banques faisant partie des syndicats internationaux. Lorsque le chef de file du syndicat est français, le droit français trouve également à s'appliquer.

C. *Les clauses de sauvegarde types appliqués aux emprunteurs souverains*

Les *covenants* issus du droit anglais sont des clauses de sauvegarde types insérées dans ces contrats bancaires qui permettent d'entraîner, en cas de violation contractuelle, la déchéance du terme. La notion d'endettement est centrale dans deux clauses : les cas de défaut (« *event of default* »), en particulier les défauts croisés (« *cross default* ») et dans les obligations de ne pas faire. Loin de se concurrencer sur l'intégration de ces clauses, les opérateurs bancaires s'alignent, comme le prouve la pratique suivie en période de crise.

Les clauses de sauvegarde sont similaires dans les contrats de financement. Pour prendre en compte des engagements souscrits par l'emprunteur au titre d'un autre crédit ou d'une autre obligation, les créanciers utilisent la clause de sûreté négative ou nantissement négatif (« *negative pledge* ») limitée à la dette extérieure. Cette clause constitue une obligation de ne pas faire : elle oblige à ne pas constituer de sûretés en faveur d'autres créanciers. Un exemple de clause de sûreté négative utilisée dans les contrats de prêts de la Banque mondiale²⁵⁷ :

« if any lien shall be created on any public assets (as hereinafter defined), as security for any External Debt, which will or might result in a priority for the benefit of the creditor of said External Debt in the allocation, realization or distribution of foreign exchange, such lien shall, unless the Bank shall otherwise agree, ipso facto and at no cost to the Bank, equally and ratably secure the principal of, and interest and other charges on, the Loan, and the Guarantor, in creating or permitting the creation of such lien, shall make express provision to that effect; provided, however, that, if for any constitutional or other legal reason such provision cannot be made with respect to any lien created on assets of any of its political or administrative subdivisions, the Guarantor shall promptly and at no cost to the Bank secure the principal of, and interest and other charges on, the Loan by an equivalent lien on other public assets satisfactory to the Bank. » (nous soulignons).

²⁵⁷ Recueil Des Traités, Volume 2153, I-37591, pp. 215-216.

Cette dernière est souvent associée à la clause de défaut croisé²⁵⁸ qui vise à détecter un défaut sur un quelconque endettement financier en dehors du contrat signé. L'inexécution de tels engagements résultant d'une dette autre que celle de la convention constitue un cas de défaillance. L'insertion fréquente de cette clause répond au souhait des prêteurs d'agir dès qu'un autre prêteur dispose d'un droit d'action. Un seuil de contrôle est négocié, mais dans le cas d'un emprunteur souverain, le périphérique de mise en place du mécanisme de défaut croisé peut être malaisé à définir. En effet, la capacité de remboursement d'un tel emprunteur n'est pas seulement fonction de ses engagements. Lorsque l'emprunteur est un État ou un établissement public, la clause est modifiée par rapport à celle utilisée pour les entreprises et peut inclure, en plus des cas de défaillance usuels, le prononcé d'un moratoire de dettes ainsi que la survenance d'évènements politiques, économiques, financiers ou militaires d'une certaine gravité.

La clause *pari passu* vise à assurer un traitement égalitaire entre les créanciers du syndicat bancaire en stipulant que l'emprunteur a l'obligation de rembourser tous ses créanciers de manière identique²⁵⁹. La clause *pari passu* contenue dans les garanties de l'État péruvien pour des emprunts internationaux des banques Banco de la Nación et Banco Popular de Perú était la suivante²⁶⁰ :

« The obligations of the Guarantor hereunder do rank and will rank at least pari passu in priority of payment with all other External Indebtedness of the Guarantor, and interest thereon. » (nous soulignons).

Depuis le litige du fonds d'investissement Elliott contre le Pérou, l'interprétation de cette clause est fluctuante²⁶¹. Conjuguée à la constitution de sûretés et de garanties à premières demandes, les euro-banques déploient un véritable arsenal contractuel destiné à rappeler leurs prêts. La sanction en cas de manquement est la déchéance du terme qui est déclenchée automatiquement en cas de défaillances conventionnellement prévues.

²⁵⁸ Exemple de clause de défaut croisé applicable à une entreprise : « *The borrower fails to pay other financial debt when due, or other financial debt is accelerated, or a commitment to lend other financial debt is cancelled, an event of default occurs in relation to any other financial debt, or collateral security for financial debt becomes enforceable or is enforced.* » in WOOD, *op.cit.*, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, London, Sweet & Maxwell, pp. 103-104.

²⁵⁹ Georges AFFAKI, « Du sens des mots et du bon sens : de la bonne interprétation de la clause *pari passu* », in *Mélanges en l'honneur de Philippe le Tourneau*, Paris, Dalloz, 2007, p. 2.

²⁶⁰ William W. BRATTON, « *Pari Passu and a Distressed Sovereign's Rational Choices* », *Emory Law Journal*, 2004, Vol. 53, pp. 823-867.

²⁶¹ Fanny GIANSETTO, « *Egalité de traitement ou hiérarchie entre créanciers ?* », *The Hague, Académie de droit international de La Haye*, 2013, 31p.

Si ces clauses peuvent parfois sembler juridiquement superfétatoires en cas de cocontractant souverain, elles sont pourtant nécessaires pour le créancier qui peut, même si l'emprunteur n'est pas techniquement en défaut, résilier de manière anticipée sur le fondement de ces provisions contractuelles, indépendamment de la situation économique de l'emprunteur. Ce conformisme contractuel est renforcé par les crises.

La crise économique, associée aux tensions sur les marchés interbancaires et aux incertitudes résultant de la crise de liquidité, fait évoluer ces clauses dans un sens : l'emprunteur doit endosser toujours plus de risques juridiques, alors que la banque conserve un pouvoir de modification proche de l'unilatéralisme. La clause relative aux circonstances exceptionnelles ou aux changements de loi applicable permet de faire supporter à l'emprunteur tout risque législatif ou fiscal en intégrant le facteur temps dans le champ contractuel²⁶². La réinsertion des clauses de changement significatif défavorable (« *material adverse change* ») s'inscrit dans cette tendance. Initialement insérées suite au 11 septembre 2001, ces clauses permettent de mettre un terme à l'engagement des prêteurs en cas d'événement défavorable affectant l'activité, la situation économique, financière, patrimoniale de l'emprunteur, ou perturbant gravement les marchés financiers²⁶³.

II. La rapide désintermédiation du marché de la dette

Le système d'endettement souverain reste fondamentalement géré par des opérateurs privés (A.), mais les banques commerciales ne détiennent plus la majorité des produits de dette (B.).

A. Un système d'endettement organisé par des opérateurs privés

Alors que les banques commerciales dominant encore le marché primaire, les banques d'investissement ont commencé à se faire une place à partir des années 1990 en profitant de l'intégration bancaire et de la désintermédiation du marché de la dette.

²⁶² Etant donné qu'il s'agit souvent de crédit « *roll over* », les banques, qui n'ont pas accès aux sommes sur toute la durée du prêt, doivent réviser à intervalle régulier le taux d'intérêt et la monnaie en fonction des conditions du marché.

²⁶³ Thierry ARACHTINGI, « Les contrats de crédit syndiqué à l'épreuve de la crise », *Revue Lamy Droit Civil*, 2009, 62, pp. 61-67 ; Richard MARTY, « Les clauses d'événements défavorables et de déchéance du terme dans les contrats de financement. *Material adverse change* and *Cross default* clauses », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2011, n° 12, pp. 29-37.

Sur le marché des prêts syndiqués, les banques internationales prêteuses forment des coalitions. Cette concentration d'intérêts se retrouve comme nous l'avons vu dans l'insertion de clauses de sauvegarde restrictives encourageant une discipline de crédit puisqu'elles empêchent aux débiteurs défaillants l'accès à un refinancement sur le marché bancaire²⁶⁴. Cette stratégie contractuelle encourage la renégociation en augmentant le coût d'un potentiel défaut pour les emprunteurs.

En outre, il existe une contractualisation de la coopération entre banques syndiquées en cas de défaut sur ces euro-crédits grâce aux clauses de partage (« *sharing clauses* »). Ces clauses destinées à décourager les actions individuelles stipulent que tous les membres du syndicat doivent partager tout paiement obtenu par voie judiciaire ou amiable avec les autres membres du syndicat bancaire²⁶⁵. Cette perspective de partage du potentiel gain obtenu devant les tribunaux n'empêche aucunement le recours au contentieux²⁶⁶, même si elle a pu être un facteur décourageant les stratégies de créanciers récalcitrants²⁶⁷.

En fonction des bonnes ou mauvaises périodes, la nature du crédit change et les banques apparaissent comme prêteuses en dernier ressort en période de crise. Alors qu'en 1980, les prêts bancaires syndiqués représentaient plus de la moitié de l'endettement souverain international, l'échange des prêts syndiqués a ensuite décliné progressivement jusqu'à ne représenter qu'un cinquième de l'ensemble en 1996, pendant que le volume des obligations internationales augmentait. Pourtant, lors de la crise mexicaine de 1994, la peur d'un effet de contagion a contracté le marché obligataire et les pays en développement se sont à nouveau tournés vers les prêts syndiqués. Puis dès la résolution de la crise, ils sont retournés sur le marché obligataire. Ce recours aux banques démontre une certaine habilité et flexibilité pour mettre à disposition des fonds en cas de difficulté sur les marchés, même si la dernière crise fait figure d'exception.

²⁶⁴ Bankim CHADHA, David FOLKERTS-LANDAU, Mervyn A. KING, Roberto G. MENDOZA, « The Evolving Role of Banks in International Capital Flows », in *International Capital Flows*, ed. by Martin FELDSTEIN, University of Chicago Press, 1999, pp. 191-234.

²⁶⁵ Voir la jurisprudence du syndicat Allied Bank regroupant 39 banques ayant prêté au Costa Rica et en particulier la clause de partage : *Allied Bank International v Banco Credito Agrícola de Cartago* 566 F. Supp. 1440 (S.D.N.Y.) 1983 ; 733 F. 2d 23 (2d cir. 1984) ; No. 83-7714 (2d cir. 18 March 1985).

²⁶⁶ Michael WAIBEL, *Sovereign Defaults Before International Courts and Tribunals*, New York, Cambridge University Press, 2011, 429p.

²⁶⁷ Lee C. BUCHHEIT, « The Sharing Clause as a Litigation Shield », *International Financial Law Review*, 1990, 9, pp. 15-16.

Ainsi l'opportunité du financement bancaire suit une logique de cycle. Même si on observe un déclin quantitatif des emprunts bancaires, la concurrence du marché financier à travers l'émission de titres obligataires n'est pas irrévocable. L'alternance entre ces produits d'endettement suit l'évolution des crises des dettes souveraines qui réapparaissent régulièrement en écho aux cycles de Kondratieff ou Kuznets décrits par la science économique²⁶⁸. En période de forte croissance se multiplient les obligations internationales et les produits financiers, tandis que l'explosion des bulles spéculatives fait croître les prêts bancaires.

B. La désintermédiation des produits de dette

L'explosion du marché secondaire de la dette et l'apparition des conglomérats bancaires entraînent des changements de la composition de l'endettement.

Il existe plusieurs facteurs expliquant la croissance du marché obligataire souverain. L'érosion de la qualité des actifs bancaires, suite à la crise de 1982, conjuguée à l'explosion de la titrisation de la dette sur le marché secondaire expliquent que les États et les entités publiques pouvaient se financer à moindre coût sur le marché. Si en 1980 les pays en développement étaient encore dépendants des prêts bancaires, les émissions obligataires de ces États se sont généralisées à partir des années 1990 et sont devenues leur première source de financement comme pour les pays développés²⁶⁹.

Les crédits syndiqués sont plus facilement échangés sur les marchés secondaires grâce à la standardisation de la documentation juridique des associations professionnelles. Les participants aux marchés secondaires s'intéressent à ces produits, autant les « *market-makers* » (grandes banques commerciales et d'investissement), que les traders (banques commerciales et d'investissements spécialisées dans les dettes « *distressed* ») et les investisseurs occasionnels (compagnies d'assurance et investisseurs institutionnels).

L'intégration des banques par des fusions et acquisitions est le produit du développement des banques d'investissement et du marché secondaire. Avec la libéralisation des marchés, la détérioration cyclique des bilans bancaires et la prévalence

²⁶⁸ Voir Christian SUTER, *Debt Cycles in the World- Economy: Foreign Loans, Financial. Crises, and Debt Settlements, 1820-1990*, Col.: Westview Press, 1992, xii + 234p.

²⁶⁹ En 1980, 55 % du financement des pays en développement provenaient de prêts bancaires, alors qu'en 1993, 40 % du financement s'effectuait par émission obligataire.

des obligations sur les prêts, les banques sont devenues les pourvoyeurs de produits dérivés. Les caractéristiques de la finance internationale sont bouleversées : les banques continuent à jouer un rôle important, mais autant en tant qu'investisseurs que conseillers par le biais de la double activité de banque de dépôt et d'investissement.

Contrairement aux banques commerciales qui peuvent compter sur leur activité de banque de détail pour structurer leurs opérations de prêt, les banques d'investissement se financent exclusivement sur les marchés. Les nouvelles techniques de financement, nées aux États-Unis puis introduites sur les autres marchés, permettent une variété d'actions sur le marché secondaire²⁷⁰.

*

À partir du milieu des années 1960, les banques multinationales contribuent à construire un système monétaire privé dont les euro-crédits constituent l'élément central. Un système monétaire hybride transnational s'est progressivement formé²⁷¹ : le système monétaire public, composé de règles et de principes interétatiques, côtoie le système monétaire privé des euro-marchés organisé autour de règles et de principes privés.

Ce deuxième chapitre relatif à la dette extérieure privée a souligné que lorsqu'il se finance, l'État se conforme aux règles du marché : celles-ci dictent l'insertion de clauses contractuelles-types. Nous faisons donc face à une privatisation des créanciers et du droit applicable.

Loin de conclure aussitôt à un déclin de la souveraineté, il convient de s'interroger sur les conséquences de cette privatisation sur le caractère souverain de l'endettement. Nous avons vu que l'initiative de l'endettement est un privilège souverain qui relève de la politique économique et fiscale intérieure. En outre, le respect des obligations et le remboursement restent des engagements auxquels l'État a contractuellement accepté de se soumettre. Cependant, c'est le degré d'imposition des

²⁷⁰ Par exemple : *swap* de taux ou de devise, zéro coupon, « *high yield* », « *bookbuilding* », « *green shoe* » selon Michel FLEURIET, « La localisation des activités de banque d'investissement », *Revue d'économie financière*, 2000, 57, pp. 127-134.

²⁷¹ Dominique CARREAU, « Monnaie », *Dalloz - Répertoire de droit international*, 2009, 12p.

pratiques de marché qui nous intéressera par la suite : nous approfondirons dans quelle mesure cette double privatisation est un facteur d'instabilité conduisant aux crises des dettes souveraines.

CONCLUSION DU TITRE I

L'étude des protocoles financiers internationaux et des crédits bancaires, supports du financement souverain, a mis en lumière leur ambivalence : ils sont situés au croisement entre contrat privé et souveraineté de l'État²⁷². Quantitativement, les crédits souscrits auprès de banques commerciales supplantent largement les apports financiers des États prêteurs et des institutions financières internationales. C'est pourquoi nous parlons de privatisation tant pour désigner le recours aux formes du droit privé que pour constater le transfert au secteur privé²⁷³.

Cette privatisation implique une part croissante du secteur privé, en particulier dans la production de supports de dette modélisés et standardisés qui s'imposent aux opérateurs dès lors qu'ils se sont révélés être sûrs et efficaces. L'intermédiation bancaire, par son action sur les contrats de dette, illustre le phénomène de droit mondialisé par la convergence des conditions s'alignant sur des modèles dominants²⁷⁴.

Nous avons pu constater qu'aucune tendance générale de règles applicables ne se dégage en raison de la variété des titres de dette négociés. Aucun système de droit n'a été sécrété : les instruments sont soumis aux droits internes et stipulent inlassablement que l'immunité de juridiction de l'État n'est pas opposable.

De manière plus globale, on constate que le pragmatisme du droit international économique fait prédominer la fonction de l'instrument sur sa forme. C'est cette caractéristique que nous envisageons à présent pour évaluer l'impact du recours aux créanciers privées sur les conditions d'endettement des États.

²⁷² STRUPP, *op.cit.*, « L'intervention en matière financière », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1925, pp. 1-124.

²⁷³ BISMUTH, *op.cit.*, « La privatisation des organisations internationales », in *Traité de droit des organisations internationales*, ed. by LAGRANGE and SOREL, Paris, LGDJ, 2013, pp. 192-198.

²⁷⁴ OST, KERCHOVE, *op.cit.*, *De la pyramide au réseau ? Pour une théorie dialectique du droit*, Bruxelles, Facultés universitaires Saint-Louis, pp. 158-182.

TITRE II. L'IMPACT DE LA PRIVATISATION DE L'ENDETTEMENT SUR LE DEFAULT SOUVERAIN

La finance de marché exerce une influence sans précédent sur l'endettement des États : ces derniers n'empruntent plus selon des avantages particuliers découlant de leurs privilèges d'entités souveraines. On assiste à une réorganisation de la souveraineté en matière de financement de l'État par le biais de l'évolution des pratiques et des produits de dette : nous envisagerons la dématérialisation des titres et la professionnalisation des marchés de la dette pour comprendre comment celles-ci conduisent à une privatisation de l'endettement souverain qui nivelle les conditions d'emprunt par l'application de règles de marché (**Chapitre 3**).

La financiarisation de l'endettement des États est au cœur du renforcement des crises de la dette souveraine. Cette image de la crise, empruntée au vocabulaire médical, s'adapte tout à fait au phénomène économique en général et à la dette souveraine en particulier. La circulation des richesses et de l'argent, qui renvoie au système sanguin, est transposée à l'organisation sociale²⁷⁵. Elle suit un mouvement qui se répète sous forme de cycles. Cette notion de cycle appliquée à l'économie surgit au milieu du XIX^e siècle avec le médecin et économiste Clément Juglar²⁷⁶, qui reprend une idée ancienne présente dès l'Antiquité et utilisée après le siècle des Lumières et au temps des révolutions²⁷⁷. Ainsi, nous démontrerons que la financiarisation de l'endettement souverain et la généralisation de pratiques de marché sont des facteurs déterminants de la multiplication et de l'ampleur des récentes crises des dettes souveraines (**Chapitre 4**).

²⁷⁵ « [C']est cette avancée et cette rentrée continuelle des capitaux qui constituent ce qu'on doit appeler circulation de l'argent, cette circulation utile et féconde qui anime tous les travaux de la société, qui entretient le mouvement et la circulation du sang dans le corps animal. Car, si par un dérangement quelconque dans l'ordre des dépenses des différentes classes de la société, les entrepreneurs cessent de retirer leurs avances avec le profit qu'ils ont droit d'en attendre, il est évident qu'ils seront obligés de diminuer leurs entreprises, que la somme du travail, celle des consommations des fruits de la terre, celle des productions et du revenu seront d'autant diminuées, que la pauvreté prendra la place de la richesse et que les simples ouvriers, cessant de trouver de l'emploi, tomberont dans la plus profonde misère. » in Anne-Robert-Jacques TURGOT, *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, Paris, 1766, pp. 161-163.

²⁷⁶ « Les crises, comme les maladies, paraissent une des conditions de l'existence des sociétés où le commerce et l'industrie dominant. On peut les prévoir, les adoucir, s'en préserver jusqu'à un certain point, faciliter la reprise des affaires ; mais les supprimer, c'est ce qui jusqu'ici, malgré les combinaisons les plus diverses, n'a été donné à personne. » Clément JUGLAR, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, 1862, VII.

²⁷⁷ Jean-Marie THIVEAUD, « Crises et cycles, visions de l'histoire, du temps et de l'argent : Essai de généalogie d'un modèle épistémologique », *Revue d'économie financière*, 1993, 26, pp. 391-416.

CHAPITRE 3. LA FINANCIARISATION DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN ET L'IMPOSITION DES PRATIQUES DE MARCHÉ

À partir des années 1990, la finance s'est mondialisée grâce à la dérèglementation des marchés de capitaux et à l'ouverture des systèmes financiers nationaux. Ce décloisonnement général, sous l'impulsion de la libéralisation financière, a considérablement modifié l'endettement public en confrontant directement l'offre et la demande de capitaux. Le marché est devenu central pour l'État, tant en matière de financement que de refinancement. C'est cette caractéristique qui guide la réflexion de ce chapitre, en particulier comment la dette souveraine est devenue intrinsèquement liée à l'industrie financière. Nous verrons que les titres de dette des États sont au cœur du développement du marché car ils constituent des instruments de référence pour la fixation des prix des autres produits (**Section 1**).

En outre, alors que l'endettement de l'État repose toujours sur l'intermédiation, il semble que celle-ci ait considérablement changé. Nous analyserons pourquoi le marché sert à la fois d'intermédiaire et de régulateur dans le contexte d'une structure financière fondée sur la standardisation des titres (**Section 2**).

Section 1. L'internationalisation des supports de l'endettement souverain

En recourant majoritairement aux émissions obligataires sur les marchés monétaires et financiers, les États cherchent par ce biais à se financer rapidement et à moindre coût (I.). Le développement de produits dérivés liés à la dette souveraine sur les marchés dérivés est caractéristique de cette internationalisation des supports de l'endettement souverain (II.).

I. La configuration du marché primaire de la dette souveraine

Si les prêts syndiqués des banques commerciales restent avec l'émission d'obligations internationales un des deux véhicules de la finance internationale²⁷⁸, les titres obligataires ont historiquement toujours été utilisés, avant même de devenir la pratique majoritaire actuellement connue (A.). Le fonctionnement de l'émission obligataire varie d'un État à l'autre mais tous les titres se retrouvent sur le marché : les États souverains s'y comportent comme n'importe quel opérateur financier afin de bénéficier des meilleures conditions à moindre coût (B.).

A. La prédominance des titres obligataires de dette souveraine

L'ingénierie financière est aussi ancienne que la volonté de répartir les sources d'endettement de l'État. Ainsi, l'ouverture des produits à de nouvelles classes d'épargnants est une technique usuelle de diversification des types de prêteurs. Cette possibilité de recourir à l'épargne des particuliers pour gérer l'endettement souverain éloigne l'État de sa dépendance vis-à-vis des banquiers, mais non sans risque. L'exemple français de la tontine au XVII^e siècle apporte un éclairage historique intéressant. Alors que le Danemark émet sa première tontine en 1653 et les Provinces-Unies en émettent plusieurs entre 1670 et 1680²⁷⁹, la France tarde à mettre en place la « Tontine Royale ». Ce produit de dette souveraine, défendu par Lorenzo Tonti auprès de Mazarin, est un emprunt en rentes viagères émis par l'État qui catégorise les souscripteurs par classe d'âge²⁸⁰, avec réversion au profit des survivants²⁸¹. Il fut

²⁷⁸ WOOD, *op.cit.*, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, London, Sweet & Maxwell, pp. 193-209.

²⁷⁹ Georges GALLAIS-HAMONNO, Jean BERTHON, *Les emprunts tontiniers de l'Ancien Régime. Un exemple d'ingénierie financière au XVIII^e siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne, 2008, pp. 7-23.

²⁸⁰ Par principe, l'aléa de la rente viagère renvoie à la différence entre l'espérance de vie du souscripteur et le nombre d'années de vie effective du souscripteur : s'il vit plus longtemps, il est gagnant ; s'il décède plus tôt, c'est l'émetteur qui y gagne.

présenté au Conseil et suivi d'un édit en 1653 mais rejeté par le Parlement pour des raisons de coût et de technicité²⁸².

Le projet, repris et modifié sous forme d'un emprunt classique avec un taux de rente en fonction de l'âge, est ensuite émis en 1689 par l'intermédiaire de l'Hôtel de Ville de Paris, garant de l'État pour les emprunts publics et maître d'œuvre du service de la dette. Les fonds rassemblés par ces « constitutions », terme d'époque pour désigner les obligations, sont destinés à financer la guerre en évitant une augmentation des impôts, mais servent également à favoriser l'épargne en intéressant les classes moyennes grâce à l'abaissement du montant unitaire. L'édit d'émission précise qu'en cas de contentieux, le prévôt des marchands est juge de première instance et que ses décisions sont susceptibles d'appel devant le Parlement de Paris. Au regard de l'*instrumentum*, le style de l'édit est semblable aux émissions actuelles d'obligations assimilables du Trésor²⁸³. Selon les termes de l'article 3, seuls les régnicoles²⁸⁴ résidant dans le royaume peuvent souscrire à cet emprunt, indépendamment de leur âge, sexe, qualité ou condition.

Les trois emprunts tontiniers émis à la fin du règne de Louis XIV sont un échec pour l'État qui ne collecte qu'un cinquième des sommes espérées. En l'absence de connaissances sur la durée de vie des souscripteurs et de mesure du coût réel de l'emprunt, cette technique représentait même un coût. Sous le règne de Louis XV, après diverses modifications, les sept tontines émises rencontrèrent plus de succès. Cet instrument des débuts de l'ingénierie financière est symptomatique de la volonté des États de diversifier leurs créanciers : alors que les conditions des banquiers ne sont que difficilement négociables, les produits de dette destinés à être souscrits par des épargnants sont plus modulables.

²⁸¹ Les arrérages des souscripteurs décédés ne bénéficient pas à l'État puisqu'ils sont répartis entre les survivants de leur groupe d'âge, et ce jusqu'au décès du dernier souscripteur qui éteint la dette de l'État vis-à-vis de ce groupe.

²⁸² On considérait que l'emprunt était trop cher, que son coût était difficilement évaluable en raison de sa technicité et surtout qu'il était inéquitable puisque le taux de rente versé était le même quelque soit l'âge au moment de la souscription.

²⁸³ Voir le texte de l'édit de 1689, collection des Actes royaux, BNF, F-23614 (653, 654, 655). L'édit « portant création de quatorze cens mille livres de Rentes Viagères sur l'Hôtel de Ville de Paris » est signé à Versailles en novembre 1689, enregistré par le Parlement en décembre de la même année et « crié par les rues le dimanche 4 décembre ».

²⁸⁴ Seuls les sujets du roi sont concernés. Les étrangers et les non-résidents sont exclus pour des raisons de fraude en matière de certification du décès du rentier. En effet, pour les résidents français, les curés de paroisse sont chargés d'informer tous les six mois des décès éventuels des souscripteurs et toute fausse déclaration est punie.

Ce retour historique démontre que l'existence des obligations est loin d'être un phénomène contemporain. Les marchés de capitaux actuels constituent l'étape la plus achevée de diversification des prêteurs. Structurés entre le marché monétaire, le marché financier, le marché des changes et les marchés dérivés²⁸⁵, les investisseurs y sont multiples : fonds d'investissements (« *hedge funds* »), gestionnaires de fonds traditionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance), banques d'investissement, investisseurs individuels. Tous les opérateurs de ces marchés se rassemblent au sein de l'association internationale des marchés de capitaux qui leur sert de forum de discussion²⁸⁶ et d'autorégulation²⁸⁷. En matière de financement souverain, l'État peut se financer à court terme sur le marché monétaire par le biais de bons du Trésor. Pour le moyen et long terme, c'est le marché financier qui regroupe les émissions d'obligations et propose d'un côté des instruments standardisés sur des marchés organisés, de l'autre des produits sur mesure sur des marchés de gré-à-gré dits OTC²⁸⁸. Statistiquement, les émissions obligataires sont réparties entre les émissions qualifiées de domestiques ou d'internationales en fonction de la nationalité de l'émetteur et de la monnaie d'émission qui dépend du lieu d'émission²⁸⁹.

La prévalence contemporaine des obligations date du début des années 1980, lorsque les obligations internationales prennent le pas sur les eurocrédits précédemment majoritaires. Les politiques monétaires restrictives et les opportunités offertes par les marchés incitent les opérateurs à émettre des titres de dette et à délaissier les emprunts

²⁸⁵ Le marché des changes renvoie aux devises. Les marchés d'instruments dérivés proviennent de l'échange de produits issus des autres marchés.

²⁸⁶ « *ICMA's primary objective is to support the creation of orderly and well-functioning international capital markets. In line with ICMA's mission, this involves setting standards of best market practice, through contract reform and practical improvements to standard form market documentation.* » Voir ICMA, « *ICMA Sovereign bond consultation paper* », Zurich, International Capital Market Association, 2013 et ICMA, « *ICMA Sovereign bond consultation paper supplement* », Zurich, International Capital Market Association, 2014.

²⁸⁷ Les organisations professionnelles rassemblant les opérateurs de marché proposent des contrats types adaptés aux conditions financières discutées entre opérateurs : l'ISDA s'intéresse aux produits dérivés, l'ICMA aux émissions de titres, la LMA aux contrats de prêts syndiqués.

²⁸⁸ Sur les marchés financiers s'échangent les actions et les obligations, tandis que les créances négociables et les bons du Trésor le sont sur le marché monétaire. Les instruments dérivés sont négociés sur les marchés dérivés organisés ou de gré-à-gré (« *over-the-counter* »). Le marché des dérivés de crédit était non organisé et dominé par un nombre restreint d'acteurs, les « *primary dealers* ». Avec la crise, une standardisation de certains produits a été imposée ainsi que l'établissement d'une chambre de compensation et d'une plate-forme de confirmation. Voir Christian de BOISSIEU, Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation*, Paris, Economica, 2013, 288p.

²⁸⁹ Selon la classification de la Banque des règlements internationaux, les émissions internationales comprennent les émissions effectuées par les résidents d'un État donné en dehors de leur marché domestique, les émissions dans une monnaie autre que celle de leur marché domestique et les émissions d'un non-résident sur ce marché domestique. Voir Bank for International SETTLEMENTS, « *Guide to the international financial statistics* », Basel, Bank for International Settlements, 2009.

aux conditions estimées plus rigides proposés par les banques²⁹⁰. En effet, même si tous les États ne bénéficient pas des mêmes stipulations et que certaines restrictions se présentent également lors de l'émission de titres obligataires, le financement est généralement facilité par un accès rapide au marché. Pour les pays en développement, on passe progressivement d'une phase de finance pour le développement²⁹¹ à une explosion de la finance des marchés émergents. L'investissement direct par le marché devient la première technique de financement, en dépit d'un traitement toujours plus favorable réservé aux titres de dette des pays développés.

En effet, le prix des produits et la réglementation bancaire et financière reflètent la préférence des marchés pour les titres obligataires des pays développés qui servent de référence sur le marché. Cette fonction d'unité de compte reste néanmoins particulière car la valeur de chaque obligation est directement corrélée à la situation de chaque État. Par conséquent, les choix effectués en matière de finances publiques restent souverains. Ainsi, le niveau d'endettement des États-Unis, du Royaume-Uni, du Japon ou des États de la zone euro peut être chiffré selon des critères définis mais leur situation n'est pas comparable²⁹². Cette réalité a été mise en lumière par la crise qui, après avoir gravement touché ces États, voit actuellement le rééquilibrage de leurs finances publiques traitées de manière différenciée. Pour les titres néanmoins, tous se retrouvent sur le marché primaire lors de la première émission. C'est cette émission obligatoire qu'il est nécessaire d'étudier.

B. Une pratique hétéroclite d'émission obligatoire

Pour comprendre le fonctionnement de cet endettement, il est intéressant de revenir sur la procédure d'émission obligatoire. Le marché de la dette monétaire – court terme – et obligatoire – long terme – est le plus important des marchés financiers internationaux en termes de volume d'échanges. L'émission de titres obligataires s'effectue généralement sous la forme d'une adjudication sur le marché primaire, c'est-à-dire d'une mise aux enchères, qui donne lieu au versement d'un intérêt dont le taux

²⁹⁰ Voir Chapitre 2, p. 60 et suiv.

²⁹¹ Entre 1950 et 1990, la finance pour le développement (« *development finance* ») promue par la Société financière internationale et la Banque mondiale était destinée à augmenter le niveau de vie des pays en développement par le biais de capitaux investis dans un but d'aide économique.

²⁹² Les statistiques fournies par la Banque des règlements internationaux, le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale par le biais du *Joint External Debt Hub* permettent d'obtenir des informations chiffrées sur leur dette extérieure à partir des avoirs détenus par des créanciers internationaux ou des débiteurs nationaux. Voir en ligne : http://www.jedh.org/jedh_home.html.

reflète le risque perçu par les investisseurs : plus le risque est élevé, plus le taux d'intérêt le sera. Pour l'emprunteur souverain, l'entrée sur le marché financier international est une analyse tactique fondée sur des points stratégiques et toute erreur d'émission peut avoir un impact crucial sur ses finances publiques et sa capacité de remboursement. Les prospectus des obligations contiennent généralement autant d'informations sur l'emprunteur que les documents circulant pour un crédit syndiqué. L'intérêt principal du recours au marché est de bénéficier de sources de financement et de refinancement par la mise en présence d'offres et de demandeurs de capitaux : l'émission d'obligations permet aux États et aux entreprises publiques de se procurer des fonds plus rapidement et de financer leur déficit de balance des paiements. Cette rapidité est au cœur du choix de recourir au marché.

Dans la pratique, la première émission s'effectue généralement dans le contexte d'un projet d'investissement, d'un financement général ou d'un changement de la composition de la dette. La taille de l'émission doit prendre en compte le besoin de financement. La maturité et la structure de remboursement sont étudiées pour définir une date finale de paiement, le montant des échéances et la monnaie à choisir. Au-delà de ces aspects financiers, il faut également être commercial, savoir choisir l'investisseur cible et construire la demande : l'émission d'obligations doit être précédée d'une introduction de la situation du pays aux investisseurs, ce qui sous-entend l'obtention préalable d'une note par les agences de notation. Une fois ces facteurs définis, l'État choisit les banques émettrices rassemblées en syndicat qui placeront les obligations sur le marché euro-obligataire international²⁹³. Ces vendeurs de dette souveraine peuvent placer les titres simultanément sur le marché d'au moins deux pays. Les titres peuvent être libellés dans une monnaie qui n'est pas nécessairement celle de l'emprunteur ou du créancier, ou en combinant plusieurs monnaies, comme c'est le cas des émissions euro-obligataires²⁹⁴. On constate dans cette technicité une synthèse des procédures précédemment utilisées dans la syndication.

En dépit de leur caractère international, les contrats des émissions obligataires sont soumis à une loi nationale choisie par les parties selon des critères de transparence

²⁹³ Bertrand JACQUILLAT, Christophe PERIGNON, Bruno SOLNIK, *Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques*, Paris, Dunod, 2009, pp. 7-61.

²⁹⁴ Si l'émission est placée sur le marché d'un seul pays, qui est différent de celui de l'émetteur, on parle d'émission d'obligations étrangères.

et de sécurité juridique. Le droit applicable aux titres obligataires est souvent le droit anglais, le droit de l'État de New York ou le droit interne²⁹⁵, comme l'illustre la clause-type suivante :

*« This Agreement and the rights, obligations and duties of the Parties hereunder shall be construed and **interpreted in accordance with Law (i.e. the laws of the country)** and by such rules and principles of generally accepted international law as may be applicable, particularly with regard to an investment by nationals of one country in another country. **Notwithstanding the foregoing, in the event of a conflict between this Agreement or the rights, obligations and duties of a Party under this Agreement, and any other Law, including administrative rules and procedures and matters relating to procedure, and applicable international law, then this Agreement shall govern the rights, obligations and duties of the Parties.** »* (nous soulignons)

La détermination de la loi applicable dépend du contexte économique et des pratiques. La période actuelle est à l'augmentation de la part de la dette intérieure²⁹⁶, dont les titres sont soumis au droit interne de l'État en question²⁹⁷. Comme nous l'avons précédemment souligné, l'État n'est pas assimilable à un émetteur ordinaire car il conserve ses privilèges juridiques de souverain tels l'inaliénabilité des biens publics et le pouvoir fiscal²⁹⁸. Cependant, lorsqu'il renonce contractuellement à ses immunités de juridiction et d'exécution en matière de financement public international, il abandonne le fait de se prévaloir de toute action dirigée contre lui et se résigne à ne pas protéger ses biens²⁹⁹. Un exemple topique est la clause de renonciation à l'immunité de l'Argentine contenue dans les contrats détenus par le fonds NML :

*« To the extent that the government may in any jurisdiction claim for itself for its assets or revenues immunity from suit execution, attachment (whether in aid of execution, before judgment or otherwise) or other legal process and to the extent that in any such jurisdiction there may be attributed to government or its assets or revenues such immunity (whether or not claimed) **government agrees not to claim and irrevocably waives such immunity to the full extent permitted by the laws of such jurisdiction.** »* (nous soulignons)

²⁹⁵ Fui S. Tsikata, « Investment Protection Provisions & their Implications », UNCTAD Workshop Natural Resources & Economic Development, 12-16 juillet 2010.

²⁹⁶ United Nations, General Assembly report on « Recent Developments in external debt », UN Doc. A/62/151, 2007, pp. 14-17.

²⁹⁷ Anna GELPERN, Brad SETSER, « Domestic and External Debt: The Doomed Quest for Equal Treatment », *Georgetown Journal of International Law*, 2004, 35, pp. 795-814.

²⁹⁸ Dominique CARREAU, « Dette d'Etat », *Dalloz - Répertoire de droit international*, 2009, 11p.

²⁹⁹ Supreme Court of the United States, *Republic of Argentina v. NML Capital, LTD.*, 695 F. 3d 201, affirmed, No. 12-842, Argued April 21, 2014 – Decided June 16, 2014.

Selon le droit international coutumier, tel que reflété par la Convention des Nations unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens du 2 décembre 2004, cette renonciation est possible dans la mesure où elle relève d'actes *jure gestionis*. En matière de financement souverain, les règles contractuelles des marchés financiers priment la souveraineté étatique par la fin de l'immunité³⁰⁰. Cependant, le juge peut avoir à s'exprimer sur la question de l'immunité d'exécution, comme le révèle les récentes affaires portées devant la Cour de cassation française³⁰¹.

En soumettant l'émission de ses obligations aux conditions du marché et au principe de libre concurrence, l'État accepte que le contrat d'émission corresponde à un titre obligataire ordinaire. Celui-ci précise le prix d'émission, l'intérêt versé chaque année³⁰², la périodicité, le prix et les modalités de remboursement. Au regard des privilèges en matière de sûretés, il peut exister une impression générale que les obligations sont prioritaires par rapport aux emprunts bancaires. Cette perception provient de la différence de nature entre les deux instruments juridiques, de la façon dont ils sont vendus et gérés et de la manière dont ils sont traités dans les restructurations. Ainsi, les investisseurs en obligations s'attendent à ce que l'emprunteur se tourne vers les créanciers bancaires pour refinancer ou restructurer sa dette bancaire avant qu'il ne restructure ses obligations. C'est pourquoi certaines obligations, en particulier celles de droit anglais, sont faites de façon à faciliter la restructuration³⁰³.

Les risques découlant de l'achat de contrats de dette souveraine sont connus et les parties sont avisées de les prendre en considération au moment de la négociation des termes de l'accord. Si les risques de défaut souverain ne sont pas forcément supérieurs à d'autres contractants, la possibilité de poursuivre l'État récalcitrant est inférieure à celle d'un contractant non souverain. Ainsi, au moment du choix du droit applicable et du tribunal compétent se pose la question de l'effectivité de la démarche : en cas de défaut,

³⁰⁰ « Traditionnellement, le droit accordait une protection quasi absolue aux emprunteurs souverains aux termes des principes d'immunité ou d'International comittee ou encore d'Act of State. Depuis quelques années, les tribunaux américains et anglais principalement n'ont eu de cesse que de limiter la portée de ces principes afin de mieux protéger les prêteurs. » in Gilles de MARGERIE, Hubert de VAUPLANE, « Les défauts du défaut : Quelques clefs pour comprendre la crise de la dette souveraine », En Temps Réel, 2011, 48, pp. 11-20.

³⁰¹ Voir Chapitre 5 p. 158 et suiv.

³⁰² Classiquement, les obligations ont un intérêt fixe, dit coupon. Historiquement, il fallait détacher un coupon de l'obligation en papier pour recevoir le paiement. Voir en annexes 2 et 3 les copies d'emprunts russe et bulgare familiaux.

³⁰³ RIEFFEL, *op.cit.*, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., Brookings Institution Press, pp. 149-177.

le créancier devra dans un premier temps attirer en justice l'État défaillant puis, dans un deuxième temps, être en mesure de saisir des biens en remboursement de sa créance. Or, si un tribunal étranger peut reconnaître la violation des termes du contrat et par conséquent ordonner un remboursement, l'exéquatur de cette décision et son application sur le territoire de l'État souverain sont problématiques. Nous reviendrons sur cette question dans le chapitre suivant.

Après analyse, le juriste est frappé par l'aspect de contrat d'adhésion qui domine la pratique de ces émissions d'obligations : les contrats des produits de dette sont dotés de clauses juridiques très peu singularisées. En effet, le choix d'un système juridique particulier s'effectue par l'intermédiaire des clauses de droit applicable et de choix de la langue du contrat. Ces clauses situées à la fin du contrat sont rarement négociées puisque les opérateurs s'attardent sur les aspects techniques et laissent de côté les problématiques juridiques. Au nom des pratiques de marché, ces clauses type deviennent des standards voire des sources de droit pour les opérateurs³⁰⁴ qui ne les lisent plus et ne cherchent pas à en comprendre les conséquences³⁰⁵.

Pourtant, le problème est souvent que les contrats d'émissions renvoient au droit interne qui prévoit les obligations des porteurs. Or la langue de travail est généralement la langue nationale. Par conséquent, la documentation contractuelle des émissions d'obligations, si elle tend à se standardiser en raison de l'utilisation faite par les professionnels des marchés, demeure néanmoins hétéroclite dans son application : elle manque de transparence et de systématisation³⁰⁶.

La question de savoir si et à quel moment un émetteur souverain fait « défaut » dépend notamment de la loi applicable au contrat d'émission, en plus des clauses

³⁰⁴ FAVERO, « La standardisation contractuelle, enjeu de pouvoir entre les parties et de compétition entre systèmes juridiques », *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 2003, n° 3, pp. 429-448.

³⁰⁵ L'ICMA explique en effet que « *earlier during the sovereign debt crisis, it appears that some investors did not know whether the sovereign bonds they had bought were issued under national law or under foreign law and the implications for their holdings; and that they were not familiar with the specific rights afforded to them as bondholders* » (nous soulignons) in ICMA, « ICMA Sovereign bond consultation paper », Zurich, International Capital Market Association, 2010, p. 2.

³⁰⁶ Le cas de l'évolution des obligations grecques illustre cette situation : en annexe 1 sont présentés deux titres obligataires. Le premier titre est arrivé à maturité le 20 mars 2012. Il était soumis au droit grec avec un paiement intervenant en Grèce. Aucune clause attributive de juridiction n'existait en faveur d'un juge étranger. Le second titre arrive à maturité en juin 2013. Il est émis en dollars et non plus en euros. La loi applicable est la loi anglaise ; en cas de litige ce sont les tribunaux anglais qui pourront être saisis. La Grèce renonce à ses immunités souveraines. Le paiement se fait au Luxembourg. Par la clause *pari passu*, un avantage accordé à des porteurs d'une autre émission devra être étendu aux porteurs de cette émission en particulier.

contractuelles pouvant décrire les cas de défaillance envisagées³⁰⁷. En cas de différend entre les parties, et jusqu'à l'adoption des clauses d'action collective, il revenait au juge de trancher l'interprétation des termes du contrat, ce qui était long, fastidieux, mais surtout peu efficace dans le traitement des crises. Or, le droit applicable à l'émission n'est pas forcément le droit de l'émetteur, et les tribunaux compétents ne sont pas non plus toujours ceux de l'État de l'émission. D'où l'importance pour les créanciers de prendre connaissance des clauses de droit applicables et de juridictions compétentes.

II. La multiplicité des produits de dette souveraine sur les marchés secondaires

Pour comprendre l'évolution du contrat obligataire suite à son émission, il faut entrer dans les arcanes de la finance. Avec le développement des produits financiers et en particulier par le biais de la titrisation (*B.*), les titres souverains sont devenus des instruments d'investissement jugés sans risque dont la demande structure les marchés (*A.*).

A. Les titres de dette souveraine, étalon financier de référence pour les marchés

Les marchés secondaires constituent un marché de l'occasion des titres de dette souveraine. Lorsqu'un titre obligataire de dette souveraine est émis, il se trouve sur le marché primaire où s'opèrent l'émission des titres et la première confrontation des offres et demandes, tandis que le marché secondaire est celui de l'occasion³⁰⁸. Sur le marché secondaire s'effectuent ainsi les transactions relatives aux obligations déjà émises par des banques contrepartistes. L'État peut racheter ses titres sur le marché secondaire : dans le cadre de ces opérations d'échanges ou de conversions de titres, il privilégie la liquidité et la réduction de sa dette. Suite à la crise des dettes souveraines dans l'Union européenne, la BCE est d'ailleurs intervenue sur les marchés secondaires de la dette souveraine à travers des opérations monétaires sur titres³⁰⁹, comme nous le verrons au chapitre suivant.

³⁰⁷ Par exemple, les clauses applicables aux défaillances d'entreprises prennent en compte les événements suivants : manquement de l'emprunteur au paiement du principal, des intérêts ou autres charges dues aux termes de la convention aux dates d'échéance de ces sommes ; violation de tout autre engagement contractuel souscrit dans la convention ; inexactitude d'une déclaration formulée ou répétée par l'emprunteur, faillite, liquidation de biens ou règlement judiciaire de l'emprunteur.

³⁰⁸ Valérie LELIEVRE, *Economie monétaire et financière*, Paris, Bréal, 2000, pp. 191-192.

³⁰⁹ Banque centrale européenne, « Technical features of Outright Monetary Transactions », Press release, 6 septembre 2012.

La configuration actuelle du marché de la dette souveraine remonte au développement et à l'explosion des produits dérivés dans les années 1980-1990. Développés au début des années 1970 aux États-Unis, les marchés d'instruments dérivés se sont répandus dans l'univers de la finance pour répondre, après l'effondrement du système de Bretton Woods, à une nouvelle situation financière mondiale. Ces marchés dits à terme, issus des marchés au comptant, organisent des échanges qui n'ont plus trait aux capitaux ou aux devises mais uniquement aux risques de marché. Ces marchés dérivés sont scindés entre marchés organisés et marchés de gré-à-gré. Les premiers, très liquides et considérés comme sécurisés, s'organisent autour d'une chambre de compensation et reposent sur des contrats standardisés. Les seconds sont structurés au cas par cas en fonction des produits : ils présentent plus de risques, mais leur croissance est forte³¹⁰.

Grâce à l'innovation financière, les types de produits échangés sur les marchés de capitaux se sont diversifiés. Les dérivés de crédit, dont le terme est utilisé pour la première fois en 1992 par l'ISDA, se sont développés de manière exponentielle pour répondre à une demande de protection contre le risque. Trois types d'instruments sont mis à disposition : les contrats à terme, les options et les *swaps* de taux ou de devises³¹¹ afin que les opérateurs puissent couvrir leurs risques, effectuer des arbitrages, ou spéculer³¹². Ces instruments augmentent la liquidité et servent également d'outils de discrimination qualitative entre les émetteurs³¹³. Grâce à ces dérivés de crédit, la créance reste juridiquement détenue par l'acheteur qui est néanmoins protégé contre le risque de crédit.

³¹⁰ Une nouvelle catégorie a émergé suite à la crise financière : certains marchés de gré-à-gré sont régulés par une chambre de compensation ou par l'application de règles des marchés organisés afin de veiller à la solvabilité des opérateurs : Frédéric de BROUWER, « EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir », *Bulletin Joly Bourse*, 2014, 4, pp. 237 et suiv.

³¹¹ Dans un contrat à terme ferme, l'acheteur et le vendeur s'engagent pour une opération dont le prix et la date sont convenus préalablement ; alors que dans le cas de l'option, l'acheteur décide ou non d'exercer son option, l'asymétrie contractuelle étant compensée par la prime versée au vendeur. Le *swap* renvoie à un échange de modes de financement ; ces *swaps* sont échangés sur les marchés OTC, alors que les contrats à terme ferme et les options peuvent l'être soit sur des marchés organisés, soit de gré-à-gré. En terme de vocabulaire, les « futures » sont les contrats à terme standardisés, les « *forwards* » ceux présents sur les marchés OTC, et les « *warrants* » équivalent aux options standardisées sur les marchés OTC.

³¹² La couverture permet de se protéger contre une évolution défavorable sur les marchés. L'arbitrage consiste à effectuer des opérations rapportant des profits mais sans prendre de risque, alors que la spéculation renvoie à la prise de risque délibérée pour en tirer bénéfice.

³¹³ SCIALOM, *op.cit.*, *Économie bancaire*, Paris, La découverte, pp. 7-24.

La titrisation est vue comme l'étape ultime de promotion de la liquidité financière, puisque les crédits bancaires auparavant totalement illiquides et conservés par les banques sont dorénavant transformés en titres financiers échangés sur les marchés³¹⁴. La titrisation fonctionne suivant plusieurs étapes : la banque sélectionne les actifs qu'elle souhaite sortir de son bilan et les rassemble dans des fonds communs de placement, les « *special purpose vehicle* », qui émettent de nouveaux titres adossés à ces actifs. Les acheteurs de ces titres reçoivent les intérêts et les remboursements du capital des prêts sous-jacents. Ces titres sont structurés en différentes tranches en fonction du risque des sous-jacents : les tranches les plus sûres, dites « *senior* » et « *super senior* », sont bien notées, alors que les tranches intermédiaires « *mezzanine* » sont moins bien notées, jusqu'aux tranches basses dites « *equity* » qui ne sont pas notées. Le développement de ces outils a permis une croissance de la liquidité qui a été profitable à tous les emprunteurs et en particulier aux États.

B. La titrisation liée au financement souverain

La titrisation a rendu les actifs plus liquides et a ouvert de nouvelles possibilités : après l'octroi d'un prêt, les banques peuvent céder le risque aux investisseurs, ce qui leur permet de valoriser leur bilan³¹⁵. Le développement des techniques financières sur les marchés de capitaux a augmenté la liquidité : face à ces possibilités de financement croissantes, les demandeurs de capital ont emprunté plus et les investisseurs ont pris plus de risques. Se sont alors développés des instruments dérivés utilisés par les investisseurs pour réduire leur exposition au risque souverain. Le recours à ces couvertures de risque, en garantissant un marché plus liquide, a été bénéfique pour le financement souverain. Les investisseurs considéraient les titres de dette souveraine de certains États comme des actifs sans risque. De plus, les paiements de coupons et le versement du capital de l'obligation souveraine étant séparés, les opérateurs peuvent investir indépendamment dans des titres démembrés et faire augmenter la demande de produits de dette souveraine.

Parmi les nombreux produits dérivés existants, les contrats d'échange sur défaut (« *credit default swaps* ») ou et les obligations adossées à des actifs (« *collateralized*

³¹⁴ André ORLEAN, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Paris Éditions Rue d'Ulm, 2009, pp. 53-58.

³¹⁵ Banque de FRANCE, « De la crise financière à la crise économique », *Documents et débats*, 2010, 3, pp. 9-10.

debt obligations ») ont été particulièrement mis en avant lors de la dernière crise. Négociés de gré à gré, ces dérivés de crédit sont vendus par les banques, les compagnies d'assurance et certains fonds d'investissements. Un contrat d'échange sur défaut est destiné à protéger celui qui y souscrit contre un risque de défaut. Schématiquement, il s'agit, par le biais d'un contrat conclu entre deux contreparties, de transférer partiellement ou totalement le risque attaché à un tiers. Cet instrument fonctionne comme une assurance : en échange d'intérêts ou d'une prime versée par l'acheteur au vendeur de protection, ce dernier s'engage en cas d'événement de crédit à verser une somme ou à racheter le titre à une certaine valeur. Une obligation adossée à des actifs permet de transférer le risque de défaut par titrisation d'un portefeuille obligataire en une série de titres financiers répartis en tranches et vendus à des tiers³¹⁶.

Cependant, en raison de la titrisation de ces CDO synthétiques, de prêts bancaires et d'hypothèques de débiteurs ayant fait défaut, ces instruments ont généré la crise de crédit de 2007-2009. Celle-ci a ensuite contaminé les États par le biais de plusieurs canaux³¹⁷. Au cœur du problème de ces contrats de couverture se trouve la définition de l'événement de crédit³¹⁸. Par ailleurs, ces contrats de couverture négociables ont été largement vendus indépendamment des obligations sous-jacentes qu'ils garantissaient. Servant d'indicateurs de la qualité des produits sous-jacents³¹⁹, ils ont été utilisés pour spéculer sur les marchés³²⁰.

Ce détour par l'ingénierie financière est nécessaire au droit pour appréhender les mécanismes d'endettement. Sans cette connaissance du « circuit » de l'endettement, il

³¹⁶ Le portefeuille contient des obligations réparties en tranches dont les niveaux de risque de crédit, les valeurs nominales et les intérêts diffèrent. La tranche 1 (« *senior* ») est prioritaire sur les tranches 2 (« *mezzanine* »), 3 (« *junior* ») et 4 (« *equity* »). L'excellente notation de la première tranche, alors que les suivantes peuvent être risquées en raison de défauts sur les prêts immobiliers et la solvabilité des sociétés, explique les pertes en milliards des détenteurs de CDO à partir de 2007. Voir les schémas explicatifs relatifs aux CDO in Banque de FRANCE, « La crise financière », *Documents et débats*, 2009, 2, pp. 29-33.

³¹⁷ Patrick ARTUS, Jean-Paul BETBEZE, Christian DE BOISSIEU, Gunther CAPELLE-BLANCARD, *La crise des subprimes*, Paris, La Documentation française, 2008, 284p. Voir Chapitre 4, p. 110 et suiv.

³¹⁸ Pour un CDS souverain, il ne s'agit pas de la faillite mais du défaut de paiement des intérêts ou du principal et la restructuration, c'est-à-dire des intérêts versés et du capital emprunté : Jérôme DA ROS, « Incidence des *Credit Default Swaps* sur les dettes des États : bilan et perspectives », in Mathias AUDIT (ed.), *op. cit.*, pp. 81-101.

³¹⁹ Jacob GYNTELBERG, Peter HÖRDAHL, Kristyna TERS, Jörg URBAN, « Intraday dynamics of euro area sovereign CDS and bonds », Basel, Bank for International Settlements, 2013.

³²⁰ Des tentatives d'encadrement juridique ont émergé : le G20 a cherché à favoriser le recours aux contreparties centrales. Suite à l'initiative allemande en 2010 d'interdire les ventes à découvert de CDS pour freiner cette spéculation, les États membres de l'Union européenne ont adopté le Règlement (UE) no 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (JO L 86/1).

n'est pas possible d'envisager un cadre juridique adapté à cette réalité. Le juriste se doit d'investir cette pratique afin de pouvoir proposer des solutions qui reflètent les engagements réciproques des contractants. À l'heure actuelle, ces contrats de dette s'internationalisent, se complexifient, s'échangent rapidement, mais les clauses relevant du domaine juridique ne semblent pas négociées. C'est ce que nous analysons à présent en nous intéressant aux différents opérateurs des marchés impliqués dans le fonctionnement du financement souverain.

Section 2. L'internationalisation des opérateurs du financement souverain

Traditionnellement, les obligations émises sur un marché national étaient cotées en bourse dans le pays même, puis le marché euro-obligataire international et sans frontière s'est développé avec une multitude d'opérateurs internationaux. Avec la généralisation du recours aux obligations, le financement souverain s'effectue dorénavant auprès de multiples opérateurs internationalisés.

La demande internationale de titres est conduite par les gestionnaires de la dette souveraine qui doivent travailler avec les différents opérateurs de marché – collecteurs de fonds, gestionnaires de fonds, analystes financiers, courtiers et traders (*I.*). La généralisation des supports de dette de droit privé n'implique pas une substitution des agents publics par des opérateurs privés : nous verrons comment les États, les banques centrales et les régulateurs sont impliqués dans la définition et la mise en place des structures et des règles de la finance de marché (*II.*).

I. La professionnalisation des opérateurs

Sous les auspices de la libéralisation financière, la mobilité internationale des opérateurs et des ressources a été facilitée par la désintermédiation, le décloisonnement, la déréglementation³²¹ et la dématérialisation qui ont connecté les marchés en temps

³²¹ Henri BOURGUINAT, *Finance internationale*, Paris, Presses Universitaires de France, 1999, 4e éd., 495p. « *La déréglementation conduit à la suppression progressive des règlements et des contrôles en matière de fixation des prix des services bancaires, avec l'abolition du contrôle des changes, la libéralisation des taux d'intérêt à long terme, la création de nombreux produits financiers et le développement des marchés dits dérivés, malgré les risques que leur gestion comporte. La désintermédiation constitue un recours direct des opérateurs aux marchés financiers, sans passer par les intermédiaires financiers et bancaires. Le décloisonnement des marchés nationaux implique la suppression des frontières entre des marchés séparés régionalement, nationalement, entre les titres à court, moyen et long terme ou sur le marché des changes. Il conduit à la progressive indifférenciation entre le long et le court terme, à l'effondrement de la barrière du marché des changes et des marchés financiers et à l'ouverture de la bourse et du marché des créances des États et des grandes firmes aux*

réel. L'augmentation et la diversification des investisseurs ont eu pour bénéfice de réduire les coûts de l'emprunt souverain. Mais cette internationalisation, en raison de la dispersion des titres sur les marchés au niveau international, rend difficile l'identification des multiples détenteurs de titres obligataires (A.). Pour attirer ces investisseurs privés, les gestionnaires de la dette cherchent à maintenir les titres de dette publique compétitifs et attractifs. Cet impératif catégorique est devenu incontournable pour les États qui jouent un rôle central en matière de développement des marchés financiers (B.).

A. Une concentration des opérateurs et une dispersion des investisseurs

Le rôle économique des marchés financiers dans l'endettement souverain a généré une internationalisation des acteurs de l'industrie financière intervenant dans le financement souverain. Avec la mondialisation financière, la tendance est à la concentration des infrastructures de marché. Les dépositaires centraux chargés de comptabiliser les titres des banques et des courtiers ne sont plus locaux mais internationaux, tels Euroclear et Clearstream. Les mécanismes de compensation sont également proposés par des établissements internationaux comme LCH Clearnet. La concentration des infrastructures de marché a également conduit à une privatisation d'institutions dont les fonctions étaient auparavant gérées par les pouvoirs publics³²². Dorénavant, les États ne sont plus impliqués qu'au travers des autorités de régulation et des directives visant à améliorer le système³²³.

Cette concentration des opérateurs privés est décisive dans le cas des agences de notation. Si les agences de notation américaines ont commencé à noter la dette extérieure à partir de 1918³²⁴, leur lien avec l'endettement souverain est fondamentalement lié à la financiarisation de cet endettement : en effet, la banque, en tant qu'intermédiaire, était historiquement chargée d'apprécier la solvabilité de

opérateurs étrangers.». Cité par Jacques FONTANEL, Fanny COULOMB, « Spéculation internationale et régulation financière », *Annuaire Français de Relations Internationales*, 2006, Vol. VII, pp. 858 et suiv.

³²² OCDE, « La gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'État au XXI^e siècle », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2002.

³²³ Voir le règlement du Parlement européen et du Conseil du 16 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE et le règlement (UE) n°236/2012.

³²⁴ Marc FLANDREAU, Norbert GAILLARD, Frank PACKER, « To err is human: rating agencies and the interwar foreign government debt crisis », Bank of International Settlement, 2010.

l'emprunteur et le projet de financement³²⁵. Avec la généralisation des émissions obligataires, l'acheteur d'un titre de dette se tourne vers de nouveaux intermédiaires pour apprécier son risque : les agences de notation sont chargées de cette tâche préalablement dévolue aux banquiers. En tant que synthèse d'un large ensemble d'informations, les notations simplifient la réalité en la transformant en une seule donnée chiffrée. Pourtant, en ce qui concerne les émissions souveraines, les finances publiques des États ne sont pas seulement analysées par ces entités privées puisque de multiples institutions nationales s'y attèlent, telles les banques centrales, les administrations publiques, les organisations régionales et supranationales. Ces dernières disposent de plus de ressources et de légitimité que les agences de notation³²⁶.

Le phénomène conduit à une dispersion des détenteurs de dette. Le recours aux obligations implique un changement des types d'investisseurs. Les crédits sont associés à un nombre limité de créanciers bancaires, tandis que les obligations sont davantage dispersées entre des investisseurs variés : fonds d'investissements, investisseurs institutionnels, gestionnaires de fonds traditionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance), ou banques d'investissement. Cette distinction quantitative est renforcée par une différence dans la relation de confiance entre prêteurs et emprunteurs³²⁷ : les créanciers obligataires sont plus volatiles, proviennent de multiples lieux et agissent sur plusieurs marchés, ce qui implique une dispersion et une dilution des détenteurs de dette³²⁸. Par exemple, en France, au premier trimestre 2014, 64,6 % de la dette négociable est détenue par des non-résidents³²⁹. L'internationalisation de cet endettement des États est un des facteurs de l'explication de la contagion de la crise économique et financière à la crise des dettes souveraines. Tous les États ne sont néanmoins pas dans la même situation : le Japon est à l'écart avec un pourcentage d'endettement ramené au produit intérieur brut qui dépasse les 110 %, mais dont seuls

³²⁵ Norbert GAILLARD, *A century of sovereign ratings*, New York and London, Springer, 2011, pp. 3-11.

³²⁶ Jean-Pierre LANDAU, « Quelle politique pour la dette souveraine ? », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 213-223.

³²⁷ Issam HALLAK, Paul SCHURE, « Loans versus Bonds: The Importance of Potential Liquidity Problems for Sovereign Borrowers », in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, ed. by Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 101-109.

³²⁸ En 2009, les 12 milliards de dollars de dette des États-Unis sont détenus à 43 % par les agences gouvernementales fédérales (Federal Reserve and the Social Security Trust Funds), à 27 % par des créanciers privés domestiques (fonds de pension, compagnies d'assurance, fonds divers, gouvernements locaux) et à 30 % par des gouvernements étrangers et des investisseurs privés internationaux. Voir Holley H. ULBRICH, *Public Finance in Theory and Practice*, Routledge, 2011, p. 138. Le département du Trésor des États-Unis publie une liste régulièrement mise à jour des plus importants détenteurs de sa dette.

³²⁹ Source Webstat - Banque de France.

6 % sont détenus par des étrangers, le reste étant majoritairement souscrit par des entreprises publiques ou des investisseurs privés japonais³³⁰.

Les titres étant sur les marchés, ils peuvent être acquis par tout type de créancier, tels les fonds souverains. Ils détiennent, gèrent ou administrent des actifs d'un État et répondent à des objectifs financiers. Ils constituent un outil de financement et d'investissement orienté par l'État : ils investissent à court ou à long terme selon les intérêts et les objectifs d'un gouvernement³³¹. Le premier fonds souverain, créé en 1953, fut la Kuwait Investment Authority. La Chine, grâce à ses excédents commerciaux, possède quatre fonds souverains, tous créés sur les dix dernières années³³². Ces entités suivent des directives de placement spécifiques : ainsi le fonds norvégien Government Pension Fund – Global doit faire valider par son comité d'éthique ses placements, dont sont exclues notamment les prises de participation au sein d'entreprises produisant du tabac, participant à la production d'armes, impliquées dans des activités de corruption, des violations massives des droits de l'homme ou des dommages causés à l'environnement³³³. Ces fonds souverains permettent à l'État de jouer un rôle économique important : ce capitalisme d'État recentre l'équilibre international du pouvoir vers de nouveaux pôles.

Suite à la crise économique argentine en 2001 et à la bataille juridique menée pour récupérer les créances, les fonds d'investissement ont attiré toute l'attention. Ils peuvent avoir diverses caractéristiques : par exemple les fonds de pension rassemblent les cotisations vieillesse des employés pour les investir, alors que les fonds dits « vautours » sont dans une logique procédurière. Ils rachètent les titres de dette sur le marché secondaire pour ensuite agir en justice contre les États émetteurs. Quelques fonds ont défrayé la chronique ces dernières années : Elliott Associates et sa filiale NML Capital, Pravin Banker, LNC Investments, FG Hemisphere, Donegal

³³⁰ Anton BRENDER, Florence PISANI, Emile GAGNA, *The Sovereign Debt Crisis: Placing a Curb on Growth* Paris, Editions La Découverte, 2012, pp. 41-57.

³³¹ Régis BISMUTH, « Les fonds souverains face au droit international. Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *Annuaire Français de Droit International*, 2010, pp. 567-606.

³³² Les deux plus importants sont Safe et CIC, auxquels s'ajoutent le National Social Security Fund et le China Africa Development Fund. Voir Pascale MASSOT, « Globalisation économique et fragmentation de la décision politique : le cas des fonds souverains chinois », *Revue internationale de politique comparée*, 2011, Vol. 18, pp. 201-230.

³³³ Simon CHESTERMAN, « The Turn to Ethics : Disinvestment From Multinational Corporations for Human Rights Violations – The Case of the Norway's Sovereign Wealth Fund », *American University International Law Review*, 2008, 23, pp. 577-615.

International, entre autres³³⁴. Ils réclament le paiement intégral de la valeur faciale des titres de dette en leur possession. Le Pérou, le Nicaragua, l'Argentine, la République démocratique du Congo et la Zambie en ont pâti³³⁵.

B. La professionnalisation de la gestion de la demande de dette

La gestion actuelle de la dette souveraine remonte aux années 1970 : suite aux chocs pétroliers, à l'inflation, à la montée du chômage et aux consécutifs creusements du déficit budgétaire et de la balance des paiements, les États ont vu leur dette croître rapidement. Pour gérer cette situation inédite, les pouvoirs publics soutenus par les organisations financières internationales se sont attachés à la question de la gestion de la dette publique par le biais de nouvelles lois, structures et institutions. Tout en répondant aux attentes des investisseurs privés en termes d'attractivité financière et en soutenant les marchés financiers nationaux, la dette publique doit assurer les besoins de financements au moindre coût et à moindre risque³³⁶. Sur les marchés, à la même période se développent de nouvelles techniques menant au marché financier globalisé. Ainsi, les opérateurs bancaires travaillent avec les fonctionnaires chargés de la dette de chaque État. La professionnalisation des gestionnaires repose sur cette coopération.

Avant la généralisation de l'adjudication, l'État utilisait le système de la prise ferme pour ses émissions obligataires : les banques mandatées réunies en syndicat achetaient la totalité de l'emprunt pour le placer ensuite auprès des investisseurs. À partir de 1985, les marchés se professionnalisent autour de l'adjudication, ce dispositif de vente aux enchères qui met les banques en concurrence pour un prix d'achat, des taux d'intérêt et des titres plus intéressants pour l'État. La syndication reste utilisée pour certaines émissions nouvelles, mais l'adjudication devient le mode principal d'émission. En France, les particuliers n'ont plus accès aux titres de dette sur le marché primaire³³⁷ car seuls les établissements de crédit disposant d'un compte à la Banque de France peuvent y participer.

³³⁴ Patrick WAUTELET, « Les fonds vautours. Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors: how to find a Balance? », in *Insolvabilité des états et dettes souveraines*, ed. by Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J. Lextenso Éditions, 2011, pp. 103-164.

³³⁵ Voir Chapitres suivants.

³³⁶ Signe KREINER, « Gestion de la dette publique et titres détenus : grandes orientations et caractéristiques », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2002

³³⁷ Les particuliers peuvent acheter des titres de dette souveraine sur le marché secondaire, en Bourse ou auprès d'un spécialistes en valeur du Trésor.

Si l'on prend le cas de l'émission de dette souveraine française, le pouvoir d'émission revient au Parlement³³⁸ tandis que le gestionnaire est l'Agence France Trésor³³⁹. L'État intervient sur les marchés financiers à travers l'AFT qui s'occupe de la dette négociable, la dette non négociable restant du ressort de la Direction générale de la comptabilité publique³⁴⁰. La Banque de France tient le compte du Trésor. La Caisse de la dette publique effectue sur les marchés financiers les opérations pour assurer la liquidité en particulier sur le marché secondaire. En termes d'instruments, les produits mis en place aux États-Unis ont servi de modèle³⁴¹ : les *bills*, *notes* et *bonds* sont en France les bons du Trésor à taux fixe, les bons du Trésor à intérêt annuel et les obligations assimilables du Trésor aux différentes maturités³⁴². L'organisation continue du marché obligataire de la dette souveraine est impérative pour réaliser des économies d'échelle. La mission de l'AFT est de placer au meilleur taux quand le solde est positif, et d'emprunter lorsqu'il est négatif. La présence continue sur les marchés, notamment en termes d'emprunts, permet de réaliser des économies d'échelle et d'établir une sorte d'*affectio Étatis* entre l'État et ses investisseurs. La question de la transparence est au cœur de la gestion de la dette publique : la situation consistant à déléguer les fonctions de gestionnaire à une structure publique liée au ministère des finances ou à la Banque

³³⁸ Article 26 de la Loi organique relative aux lois de finances : « 4° L'émission, la conversion et la gestion des emprunts sont effectuées conformément aux autorisations annuelles générales ou particulières données par la loi de finances de l'année ». Dans les faits, le Parlement est essentiellement détenteur d'un pouvoir d'habilitation de principe puisque c'est seulement son autorisation qui conditionne l'émission. Voir Paul AMSELEK, Pierre LAVIGNE, *Le budget de l'Etat sous la Ve République*, Paris, L.G.D.J., 1966, pp. 267-268.

³³⁹ Le marché des capitaux se divise entre celui des capitaux à court terme, dit marché monétaire, et celui des capitaux à long terme, dit marché financier. Le marché financier est le lieu de négociation des valeurs mobilières, essentiellement actions et obligations. Il permet la confrontation d'agents à besoin de financement, les émetteurs-emprunteurs, et d'agents à capacité de financement, les souscripteurs-investisseurs. Il se décompose en marchés primaire et secondaire.

³⁴⁰ La dette négociable, contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers, se distingue de la dette non négociable, correspondant aux dépôts de certains organismes et constituant également un moyen de financement de l'État. Comptablement, le Ministère français du Budget présente les engagements financiers en se limitant au paiement des intérêts de la dette. Or, ladite charge de la dette prise en compte dans le budget de l'État n'est constituée que des intérêts à payer au titre de l'année. Ainsi, la somme des intérêts et du remboursement du capital emprunté est à rechercher sur le site de l'AFT.

³⁴¹ LEMOINE, « Les « dealers » de la dette souveraine », *Sociétés contemporaines*, 2013, 4, pp. 59-88.

³⁴² Les obligations assimilables du Trésor permettent de financer l'endettement à long terme ; leur maturité étant comprise entre sept et cinquante ans. Les bons du Trésor à intérêt annuel sont des titres possédant une maturité de deux ou cinq ans. Pour le court terme, les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés servent d'instruments de gestion de trésorerie avec une maturité de moins d'un an ; ils permettent principalement de couvrir les fluctuations de trésorerie résultant du décalage entre l'encaissement des recettes et celui du paiement des dépenses, ainsi que de l'échéancier d'amortissement de la dette.

centrale pourrait être réformée vers plus d'autonomie et plus de transparence³⁴³. Le rôle du Parlement est également à revoir pour plus de contrôle des instances chargées de gérer la dette publique³⁴⁴.

En ce qui concerne la gestion opérationnelle du financement de l'État, un réseau de banques sert d'intermédiaire officiel et de partenaire institutionnalisé entre l'administration et les investisseurs qui achètent la dette et prêtent à l'État. Ces spécialistes en valeur du Trésor regroupent vingt grands établissements bancaires internationaux sélectionnés par l'AFT pour un mandat de trois ans. Ils agissent sur les marchés obligataires mondiaux. Leur rôle est de participer aux adjudications de l'AFT, de placer les valeurs du Trésor et d'assurer la liquidité du marché secondaire. Leur mission est encadrée par un cahier des charges présenté sous forme d'une charte. Celle-ci récapitule les conditions applicables aux banques faisant partie de ce club fermé prestigieux et les attentes de l'AFT envers les spécialistes en valeur du Trésor³⁴⁵. Après avoir passé les étapes d'admission et ensuite été invitée, chaque banque est tenue de participer aux adjudications de l'État, de participer aux réunions organisées au ministère des Finances et de s'investir humainement et technologiquement pour l'État.

Les offices de gestion de dette bénéficient généralement d'une relative autonomie par rapport à la sphère politique afin de mener leur mission de gestion opérationnelle. Leur autonomisation depuis les années 1990 est allée de pair avec l'évaluation et la gestion des risques de la dette dans le cadre d'un suivi du marché. Globalement, tant les gestionnaires institutionnels que les gestionnaires opérationnels font face à de nouveaux défis en matière de dette souveraine. La priorité est par conséquent l'identification, l'évaluation et la gestion de ces risques nouveaux³⁴⁶.

³⁴³ Lars KALDEREN, Hans BLOMMESTEIN, « Rôle et structure des offices de gestion de la dette », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2002.

³⁴⁴ ECKERT, « Le contrôle de la dette publique par le Parlement : un enjeu politique devenu majeur », *Revue française de Finances Publiques*, 2013, 123, pp. 3-20.

³⁴⁵ AFT, « Charte Spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) », Paris, Agence France Trésor, 2012 : « Cette charte est établie dans l'intérêt commun des parties, qui est d'assurer, dans le respect de la réglementation applicable et des conventions de marché : - le bon déroulement des émissions primaires ; - la meilleure liquidité du marché secondaire des valeurs du Trésor et le maintien de leur statut de valeurs parmi les plus liquides de la zone euro ; - la promotion des marchés de taux en euro et des valeurs du Trésor ; - la fourniture d'un conseil continu et de qualité à l'AFT, et plus largement au ministère chargé de l'économie, en matière de politique d'émissions, de gestion de la dette, de promotion de la signature de l'État, de couverture des risques financiers de l'État, de régulation des marchés de taux et de gestion des finances publiques ; - un dispositif d'évaluation objectif et transparent des services rendus ».

³⁴⁶ LEMOINE, « Les « dealers » de la dette souveraine », *Sociétés contemporaines*, 2013, 4, pp. 59-88

Le marché de la dette souveraine a bénéficié, par le biais de son internationalisation, d'une amélioration de son fonctionnement par l'instauration de systèmes de compensation et de règlement. La déréglementation a également permis d'ouvrir les opportunités de financement en facilitant le développement de produits financiers. Ainsi, la dématérialisation des titres et la généralisation de l'adjudication, mêlés à la professionnalisation de la gestion de la dette et à l'extension des marchés financiers internationaux ont permis de changer radicalement les investisseurs intéressés par la dette souveraine et de voir émerger un marché de professionnels de la dette. La compréhension de l'organisation des gestionnaires de la dette est fondamentale pour comprendre dans quelle mesure l'État peut réguler ce domaine.

II. L'État et les régulateurs institutionnels internationaux

En réglementant les places financières mondiales et en favorisant les nouveaux instruments de crédit, les États soutiennent les innovations financières par de multiples réaménagements législatifs et réglementaires destinés à réorganiser les activités financières complexes (A.). Les régulateurs institutionnels et les banques centrales jouent également un rôle actif dans la gestion de l'endettement souverain (B.).

A. L'État au cœur de l'organisation des marchés

Alors que les agents privés semblent s'être substitués aux opérateurs publics dans le cadre du financement souverain, l'intervention étatique reste pourtant au centre du fonctionnement de la sphère économique et financière. La plupart des historiens de la mondialisation de la finance soulignent l'influence des changements technologiques et le développement des marchés, en accordant une place mineure au rôle joué par les États dans le processus de mondialisation. La libéralisation financière implique le rôle de l'État. Les pays dits développés ont joué un rôle important dans ce processus de globalisation depuis la fin des années 1950 : ils ont augmenté la liberté des acteurs du marché financier et ont délibérément choisi de ne pas mettre en place de contrôle du capital plus contraignant. Ils avaient pourtant le pouvoir juridique et l'expertise technique pour le faire³⁴⁷.

³⁴⁷ Eric HELLEINER, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, London / Ithaca, Cornell University Press, 1994, pp. 619-636.

Leur pouvoir n'a pas disparu : on qualifie de « fait du prince » les modifications législatives qui affectent les opérateurs privés. Pourtant leur marge de manœuvre semble réduite. Aujourd'hui, les États sont devenus de fait les pourvoyeurs de fonds en dernier ressort du système bancaire. En cas de crise financière, c'est l'État qui est appelé pour stabiliser les opérateurs nationaux et jouer un rôle de « renfloueur » en dernier ressort. Si l'on est passé d'un État dominant à un État partenaire, l'impact de la privatisation générale de l'endettement reste sans précédent sur les politiques économiques, fiscales et sociales : les enjeux politiques sont orientés par les conditions du marché puisque l'endettement souverain s'effectue à plus de quatre-vingt pour cent auprès de ces opérateurs du marché. Tout le paradoxe repose sur le fait de construire et de sauvegarder un système pour être ensuite sanctionné ou exclu. L'action régulatrice découle de cet état de fait et explique les initiatives visant à réguler les opérateurs privés et le fonctionnement du marché³⁴⁸.

B. La gestion de la dette par les banques centrales et les instances de supervision

Sur les marchés, les banques centrales sont chargées d'assurer la stabilité des prix et le bon fonctionnement du système de paiement. Pour ce faire, elles fixent les taux directeurs de refinancement des banques. La gestion de la dette souveraine et la mise en œuvre de la politique monétaire par la banque centrale sont séparées, afin que les informations sur les taux d'intérêt n'influencent pas les décisions en matière de gestion de la dette. Or cette supervision bancaire est délicate car le comportement des opérateurs sur les marchés est caractérisé par une grande nervosité : les décisions sur des montants considérables doivent être prises rapidement en respectant les règles prudentielles.

En période d'abondance de liquidités et de rendements faibles, les investisseurs recherchent des rémunérations plus élevées et prennent plus de risques. Par conséquent, les établissements financiers se sont éloignés de leur évaluation des risques et ont émis des titres complexes innovants aux rendements élevés. Comme les banquiers s'alignent facilement sur leurs pairs, cette situation peut entraîner des effets de chaîne aux conséquences désastreuses³⁴⁹. Les banques internationales sont soumises à l'aléa moral

³⁴⁸ Voir Partie II.

³⁴⁹ Jean du Pré de SAINT-MAUR, « Perspectives du marché des euro-crédits », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 633-652.

dans leur activité de prêteur international : dès qu'elles voient leurs prêts internationaux non remboursés, elles encourent un risque systémique qui se répercute sur le système financier et nécessite un plan de sauvetage international³⁵⁰.

C'est pourquoi les instances de supervision sont particulièrement liées à la dette souveraine. Elles surveillent l'état du système bancaire et financier et font appliquer les réglementations en vigueur, comme nous l'analyserons dans la deuxième partie de la thèse. Cette surveillance est multiple face à la diversification des activités. Le principal obstacle réside dans l'externalité que pose la multiplication des opérateurs : toute négociation en vue de réguler un domaine est coûteuse en temps et énergie³⁵¹.

L'analyse financière du droit de l'endettement que nous venons d'apporter est essentielle au sujet. Segmenter les matières cloisonne les possibilités de recherche de solutions innovantes et empêche le fonctionnement du « circuit » de l'endettement souverain. Le juriste ne peut laisser l'analyste financier et l'économiste construire de nouveaux produits et proposer des montages originaux sans que la validation des règles et des procédures ne soit soumise à son approbation.

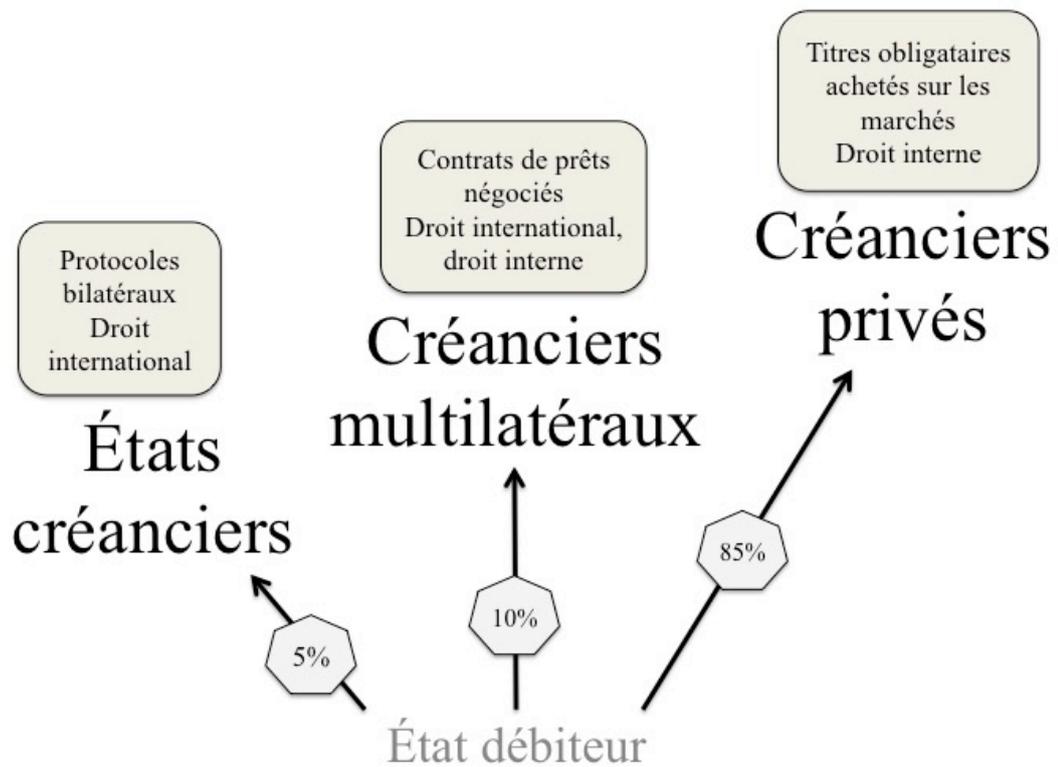
*

Les méthodes d'endettement public international sont marquées par un déclin quantitatif de l'emprunt bancaire, tant pour les prêts des banques multilatérales de développement que pour les crédits accordés par les syndicats bancaires. Nous avons vu que les États et les entités publiques leur ont substitué la levée de fonds sur le marché financier, qui peut être dix fois supérieure aux capacités des prêteurs initiaux. Cette évolution, qui répond à une logique d'opportunité, a balayé toute la structure de financement préexistante pour instaurer des conditions d'emprunt en application des règles de marché. C'est cette mutation qui est au cœur de la crise actuelle que nous allons à présent aborder. Notre objectif est de comprendre l'impact de cette modification sur la multiplication et l'ampleur des crises.

³⁵⁰ Voir Chapitre 4, p. 117 et suiv.

³⁵¹ Voir Chapitre 6, p. 178 et suiv.

L'informalité et la fragmentation de l'endettement souverain que nous avons étudiées dans les trois premiers chapitres sont résumées dans le schéma suivant. Le droit applicable peut être international, interne, européen, mais la plupart des supports d'endettement repose sur des contrats de droit privé.



CHAPITRE 4. LE RENFORCEMENT DES CRISES DES DETTES SOUVERAINES

Sans verser dans la simplicité puisque tout phénomène reste complexe, relatif et contingent³⁵², nous verrons que l'évolution de la structure de l'endettement souverain étudiée dans les chapitres précédents a mené à une crise. La récente crise des dettes souveraines est la première de ce type des dernières décennies affectant des États à économie de marché mature. Nous dégagerons les faits à l'origine de la crise financière et économique initiée en 2007 qui démontrent que les États ont dû faire face à une dégradation de l'économie de marché en utilisant une régulation financière déficiente.

Loin de toute idée d'accident³⁵³, nous refferons l'enchaînement qui a conduit la crise financière à s'étendre à la sphère économique. L'impact sur les finances publiques ne s'est pas fait attendre : au nom du sauvetage du système financier, les États ont emprunté pour recapitaliser les établissements bancaires défaillants. C'est cet aspect qui nous intéressera : leur solvabilité s'est détériorée au point d'être au cœur d'une crise de confiance vis-à-vis de leur capacité à assurer le service de la dette³⁵⁴ (**Section 1**).

Cependant, nous spécifierons que les failles de la régulation bancaire et financière ne sont pas la cause unique de la crise des dettes souveraines³⁵⁵ : en nous fondant sur nos précédentes observations, nous pourrions affirmer que c'est autant la structure générale de l'endettement souverain que le fonctionnement des marchés qui peuvent l'expliquer. Pour les États, le coût de la crise est important et multiple : les pertes accusées par les créances ont entraîné des restrictions de leur accès au financement et un succès procédural autour des contentieux de dette souveraine (**Section 2**).

³⁵² Edgar MORIN, Jean-Louis Le MOIGNE, *L'intelligence de la complexité*, Paris, L'Harmattan, 2000, pp. 52-97.

³⁵³ JUGLAR, *op.cit.*, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, pp. 7-26 : « Une crise ne survient jamais à l'improviste, elle a toujours été précédée d'une période de grande prospérité et d'un grand mouvement d'affaires qui n'a pu avoir lieu sans une progression, pour ainsi dire, continue de hausse. ».

³⁵⁴ Régis BRETON, Caroline PINTO, Pierre-François WEBER, « Les banques, l'aléa moral et la dette publique », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 63-78.

³⁵⁵ Régis BISMUTH, « L'émergence d'un "ordre public de la dette souveraine" pour et par le contrat d'emprunt souverain ? Quelques réflexions inspirées par une actualité très mouvementée », *Annuaire Français de Droit International*, 2012, LVIII, pp. 489-513.

Section 1. La crise des dettes souveraines

La dette souveraine est le paradigme contemporain qui fédère la crise économique et la crise financière : d'une crise financière et économique en 2007, la contagion s'est propagée des marchés aux banques puis à l'économie réelle (I.). Si l'origine de la crise est clairement identifiée, les causes sont diverses et les lacunes relevées par les observateurs sont légion : qu'il s'agisse de l'absence de prêteur en dernier ressort ou des failles de la supervision bancaire, le système entier est affecté par les déséquilibres (II.).

I. De la crise financière à la crise des dettes souveraines

La crise financière a débuté en 2007 par un effondrement du marché immobilier aux États-Unis en raison de la diffusion des *subprimes* par le biais de la titrisation. Elle s'est transmise à la sphère publique par l'intermédiaire du système bancaire et financier, puis à la sphère réelle avec des conséquences économiques toujours actuelles (A.). Les facteurs à l'origine de cette contagion sont multiples. Ils mettent en lumière les fragilités présentes dans le système financier (B.) et posent la question de la solvabilité des pays développés à économie de marché (C.). L'objectif de cette présentation concise de la crise des dettes souveraines est de dégager les facteurs, notamment structurels, à l'origine du renforcement des déséquilibres, afin d'envisager l'action du droit.

A. Anatomie d'une crise et décomposition d'une contagion

Avant l'éclatement de la crise, les produits financiers structurés se sont largement développés et complexifiés, comme l'a présenté le chapitre précédent. À partir de 2004, le montage financier des « *subprime mortgage* » fondé sur des crédits hypothécaires à risque est très prisé des banques américaines, car il leur permet de sortir ces crédits de leur bilan en les titrisant³⁵⁶. Sur les marchés, on a vu que les investisseurs orientent leur choix en fonction des notes attribuées par les agences de notation chargées d'appréhender le risque des titres ; ils ont donc largement acheté ces produits bien notés. Or ces crédits *subprimes* n'ont pas été remboursés par les emprunteurs initiaux qui disposaient de revenus trop bas. Les biens immobiliers ont été saisis par les créanciers. Les établissements exposés, obligés de provisionner pour les pertes sur ces

³⁵⁶ Voir Patrick ARTUS, Jean-Paul BETBEZE, Christian de BOISSIEU, Gunther CAPELLE-BLANCARD, « La crise des subprimes », Paris, La Documentation française, 2008.

produits, ont fait face à la défiance des investisseurs en juillet 2007. Etant donné que ces établissements bénéficiaient eux-mêmes de crédits ou de garanties bancaires, ils ont fait appel à ces fonds et ce sont les banques qui ont récupéré les titres dévalorisés à leur bilan. Cet échange a par conséquent aggravé la situation financière des fonds propres des banques et provoqué un assèchement de la liquidité : la perte de confiance a entraîné une crise de liquidité et le circuit bancaire s'est fermé. La crise financière apparue avec une dévalorisation des titres immobiliers américains se transmet alors à l'économie réelle par l'interruption de l'activité de prêts des banques³⁵⁷.

De l'été 2007 à l'été 2008, l'inquiétude des investisseurs est portée sur la viabilité des institutions financières. En septembre 2008, la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers enraye le système. Pour éviter un éclatement, les États apportent leur soutien aux institutions financières touchées sous la forme de programmes d'achats d'actifs, d'octrois de garanties ou d'injections de capitaux³⁵⁸. Cette aide financière accordée au système financier affecte des finances publiques déjà en déséquilibre³⁵⁹. L'endettement croissant de certains États soulève des préoccupations quant à leur capacité à respecter leurs obligations financières futures. L'inquiétude des marchés se porte sur la solvabilité des États : les prix des couvertures de crédit des banques diminuent tandis que ceux des États augmentent.

La crise a alors affecté toutes les interactions entre emprunteurs et prêteurs. À la transmission du risque du secteur financier aux emprunteurs souverains s'est ajoutée en retour une transmission du risque souverain au secteur financier. En effet, par le biais de l'achat de titres obligataires souverains, de produits dérivés comme les CDS souverains, ou de garanties attachées à la dette souveraine, les banques exposées au risque souverain ont vu leur bilan sévèrement remis en cause. Leurs fonds propres et leur

³⁵⁷ FRANCE, « De la crise financière à la crise économique », *Documents et débats*, 2010, 3, pp. 5-37.

³⁵⁸ Fabia PANETTA, Thomas FAEH, Giuseppe GRANDE, Corrinne HO, Michael KING, Aviram LEVY, Federico M SIGNORETTI, Marco TABOGA, Andrea ZAGHINI, « An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes », Bank for International Settlements, 2009, 77p.

³⁵⁹ Pour les États membres de l'Union européenne, les aides au sauvetage des banques doivent être autorisées par la Commission européenne conformément aux règles relatives aux aides d'État : voir la directive 2014/59/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 82/891/CEE du Conseil ainsi que les directives du Parlement européen et du Conseil 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE et 2013/36/UE et les règlements du Parlement européen et du Conseil (UE) no 1093/2010 et (UE) no 648/2012. Voir également Sharon E. FOSTER, « Too Big to Fail - Too Small to Compete: Systemic Risk Should Be Addressed through Antitrust Law but Such a Solution Will Only Work if It is Applied on an International Basis », *Florida Journal of International Law*, 2010, 22, pp. 31-64.

compte de résultat ont été affectés, leurs actions ont chuté et leurs coûts de financement augmenté. Cette contagion rapide de la sphère financière à la sphère économique, due à une insuffisance générale de fonds, à la fois pour les banques faiblement capitalisées, mais aussi pour les États sans marge budgétaire suffisante pour faire face à l'ampleur de la crise, démontre l'interconnexion des systèmes.

Face à cette contagion s'est posée la question de la solvabilité de l'État : théoriquement, les fonds utilisés pendant la crise proviennent *in fine* des recettes fiscales. Comme nous l'avons précédemment souligné, une partie de l'analyse économique considère qu'un État est un emprunteur toujours solvable, disposant du pouvoir de lever infiniment les impôts nécessaires au remboursement de ses dettes. Or l'État continue à assurer le fonctionnement de ses services publics et le versement des prestations sociales. Les fonds disponibles pour la gestion de crise sont donc limités par ces obligations financières, cet encours de la dette publique. Tant que les dépenses de l'État sont inférieures à ses recettes, il est considéré comme solvable puisqu'il a la capacité de rembourser. Mais dès que l'on s'approche d'une situation limite dans laquelle l'État risque de manquer de moyens, plusieurs possibilités sont envisageables.

La première éventualité est de faire défaut. Ce vocable emprunté au monde des affaires n'implique pas qu'un État puisse faire faillite au sens d'une entreprise, comme nous l'avons précédemment présenté. Faire défaut s'entend de sa décision souveraine de suspendre ses paiements ou de répudier ses engagements financiers afin de réduire la valeur de l'encours des obligations d'État. Ce rééquilibrage destiné à supprimer l'excédent des finances publiques s'effectue au dépend des détenteurs de titres. La majorité des créanciers étant des institutions financières investissant dans les actifs souverains réputés sûrs, tout le système financier est affecté par ce défaut, puis l'économie réelle par répercussion, comme l'a démontré la crise. Pour les titres de dette, l'impact est directement négatif : alors que les États jugés sûrs bénéficiaient d'un traitement plus favorable et de prix plus intéressants, la crise inscrit dans les pratiques de marché le principe selon lequel aucun actif n'est de qualité certaine.

La deuxième option consiste à recourir à l'inflation : influencer le cours de la monnaie permet de diminuer la valeur des titres émis par l'État. Cette opération de rachat de la dette publique s'effectue avec de la monnaie nouvellement émise et entraîne, en plus d'une diminution de l'encours de l'État, un allègement de la charge de

la dette par le biais de l'inflation. Par l'intermédiaire de la banque centrale qui démontre son soutien aux obligations d'État, les déficits sont monétisés. Cette possibilité agit directement sur la confiance des créanciers mais transfère le risque à la banque centrale. Or cette opération n'agit pas directement en faveur d'un assainissement des finances puisqu'il n'y a qu'une vision à court terme ; à moyen terme le système financier peut être déstabilisé par cette mesure permettant surtout de gagner du temps. L'aide financière internationale remplit la même mission de mesure palliative. De plus, l'inflation affecte durablement l'équilibre de l'économie³⁶⁰.

La troisième possibilité est d'améliorer les finances publiques pour dégager un excédent budgétaire. Or la diminution des dépenses publiques, l'augmentation de l'imposition et l'instauration de réformes structurelles sont politiquement délicates à mettre en œuvre, comme en témoigne l'actualité en Europe. En l'absence de réformes effectives, il reste à choisir entre inflation et instabilité du système financier³⁶¹. L'objectif de diminuer le coût de fonctionnement de l'État pour rendre son économie plus compétitive afin d'augmenter la croissance reste pour le moment un vœu pieux³⁶².

B. L'aboutissement d'une situation prévisible

La crise économique et financière a accentué une situation qui était au préalable structurellement déséquilibrée en raison d'une dégradation générale des finances publiques et d'un endettement trop important. La situation était connue et analysée depuis les années 1980 pour les pays en développement ayant déjà fait défaut³⁶³ : on élaborait des scénarios catastrophes à partir de l'analyse du marché des euro-crédits³⁶⁴,

³⁶⁰ L'histoire est jalonnée d'exemples d'inflation en raison du financement du budget de l'État par la banque centrale : au début des années vingt, ce fut même une situation d'hyperinflation qui a touché l'Autriche, la Hongrie, la Pologne et l'Allemagne.

³⁶¹ Masaaki SHIRAKAWA, « Soutenabilité de la dette publique : condition préalable à la stabilité du système financier et des prix », in *Dette publique, politique monétaire et stabilité financière*, ed. by Revue de la stabilité FINANCIERE, Paris, Banque de France, 2012, pp. 189-202.

³⁶² Dominique CARREAU, « La surveillance internationale des politiques budgétaires », in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, ed. by Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 81-86.

³⁶³ Voir notamment Vinod K. AGGARWAL, Brigitte GRANVILLE, *Sovereign debt: origins, crises and restructuring*, Royal Institute of International Affairs, 2003, ; Nouriel ROUBINI, Brad SETSER, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Peterson Institute for International Economics, 2004, 427p.

³⁶⁴ Voir la discussion du colloque retranscrite in BLAISE, FOUCHARD, KAHN, *op.cit.*, *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Paris, Librairies techniques, pp. 341-342.

mais l'attention restait marginalement portée aux pays en développement³⁶⁵. On restait dans l'idée qu'une solution pourrait être trouvée pour les pays surendettés³⁶⁶, sans envisager que l'analyse pouvait également s'appliquer aux pays développés. Evidemment, on rappelait que les épisodes d'impayés s'étaient déjà multipliés au XIX^e siècle, lorsque les États empruntaient majoritairement sous leur juridiction avec leur droit interne, et que ce phénomène s'était accentué dans la seconde partie du XX^e siècle avec le développement du recours au marché financier moderne³⁶⁷. Mais l'histoire de ces défauts de paiement souverains semblait rester cantonnée au problème du surendettement des pays en développement³⁶⁸, ou complètement laissée de côté par des opérateurs à la mémoire courte³⁶⁹. Cependant, cette prévisibilité n'était pas certaine dans la mesure où les crises des années 1980 ont touché des pays aux politiques structurelles estimées déséquilibrées, alors que dans les années 1990 les domaines financier et bancaire de pays asiatiques considérés bien gérés ont été touchés³⁷⁰. Si certains observateurs pouvaient avoir anticipé la crise en raison de ces antécédents, elle a néanmoins frappé par son ampleur³⁷¹.

La crise a invalidé deux doctrines économiques : d'une part, la titrisation de dettes privées risquées ne permet pas d'obtenir, par l'application de techniques financières, des actifs de qualité ; d'autre part, il n'existe pas d'actif financier réputé sans risque puisque même les titres de dette souveraine des pays développés peuvent s'avérer risqués. Rétrospectivement, les pays européens ont numériquement autant fait faux bond à leurs créanciers que les pays latino-américains. Cette cyclicité en fait d'ailleurs un phénomène immuable et intrinsèque à l'existence de l'État, et une analyse

³⁶⁵ Ann PETTIFOR, *The coming First World debt crisis*, New York, Palgrave, 2006, 232p.

³⁶⁶ David Rockefeller Center for Latin American STUDIES, « Living with debt. How to Limit the Risks of Sovereign Finance », Washington D.C., Inter-American Development Bank, 2006.

³⁶⁷ STURZENEGGER, ZETTELMEYER, *op.cit.*, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, Cambridge, London, The MIT Press, pp. 3-10.

³⁶⁸ MONTEAGUDO, *op.cit.*, « The Debt Problem: The Baker Plan (1985) And The Brady Initiative (1989) - History, Experience, Practice And Prospects », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by PUBLISHERS, 1995, pp. 139-164.

³⁶⁹ Sule ÖZLER, « Have Commercial Banks Ignored History? », *American Economic Review*, 1993, 83, pp. 608-620 ; Peter H. LINDERT, Peter J. MORTON, « How Sovereign Debt Has Worked », in *Developing Country Debt and Economic Performance*, ed. by Jeffrey D. SACHS, Chicago, University of Chicago Press, 1989, pp. 39-106.

³⁷⁰ Steven RADELET, Jeffrey SACHS, « The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, 29, pp. 1-90. Pour des études de cas, voir l'annexe B présentant le Zaïre, le Pérou, la Turquie, la Jamaïque, le Nicaragua, le Soudan et la Pologne in RIEFFEL, *op.cit.*, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., Brookings Institution Press, pp. 188-219 et 260-287.

³⁷¹ Sebastián Nieto PARRA, « Who saw Sovereign Debt Crises coming? », Paris, OECD, 2008.

des cycles de dette permet de souligner le lien avec les crises bancaires : des niveaux de dette extérieure trop élevés sont un antécédent des crispations bancaires et peuvent accompagner ou succéder à une crise bancaire³⁷². En France, le rapport Pébereau tirait la sonnette d'alarme en 2005 en signalant une politique laxiste en matière de déficits publics accumulés depuis vingt-cinq ans et gérés de manière inadaptée³⁷³. Au moment où la crise s'est déclenchée, la structure des dépenses des États était dans de nombreux pays fondamentalement déséquilibrée, avec des dépenses publiques courantes trop élevées, un vieillissement de la population pesant sur les comptes, cet ensemble impliquant une croissance ralentie³⁷⁴.

Néanmoins, il n'est pas possible d'établir un ensemble de données macro-économiques à respecter pour éviter une crise. Il en est de même des tentatives pour chiffrer un seuil de soutenabilité de la dette. En effet, un niveau de dette peut être soutenable pour certains États et insoutenable pour d'autres. Ainsi, le ratio de l'encours de la dette publique sur le produit intérieur brut révèle des disparités importantes entre les pays. Le Japon est beaucoup plus endetté que la moyenne internationale, avec un ratio de plus de deux cents pour cent de son PIB³⁷⁵. Pourtant, l'épargne domestique japonaise reste supérieure au déficit budgétaire et plus de quatre-vingt-dix pour cent des obligations sont détenues par des investisseurs nationaux, ce qui permet d'éviter une dilution des détenteurs de la dette³⁷⁶. Intrinsèquement, la soutenabilité de la dette souveraine est fonction de la politique mise en œuvre par les États, même si des comptes publics assainis permettent de rassurer les marchés en période d'instabilité. Toutefois, un facteur essentiel aux investisseurs reste le traitement juridique de la dette : un État se présentant comme désireux de rembourser ses investisseurs rassure inmanquablement les marchés financiers³⁷⁷. Cette engagement se traduit sous la forme d'engagements juridiques.

³⁷² Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, « From Financial Crash to Debt Crisis », *The American Economic Review*, 2011, 101, pp. 1676-1706.

³⁷³ Michel PEBEREAU, « Rompre avec la facilité de la dette publique », Paris, Commission sur la dette publique, 2006.

³⁷⁴ Banque de FRANCE, « La crise de la dette souveraine », *Documents et débats*, 2012, 4, pp. 5-9.

³⁷⁵ Voir le classement des États en fonction de leur dette publique effectué dans le *World Fact Book* de la *Central Intelligence Agency*.

³⁷⁶ SHIRAKAWA, *op.cit.*, « Soutenabilité de la dette publique : condition préalable à la stabilité du système financier et des prix », in *Dette publique, politique monétaire et stabilité financière*, ed. by FINANCIERE, Paris, Banque de France, 2012, pp. 189-202

³⁷⁷ LANDAU, « Quelle politique pour la dette souveraine ? », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 213-223.

C. Les critères juridiques du défaut souverain pour les marchés

Puisque l'État s'engage financièrement comme tout autre débiteur vis-à-vis de créanciers à travers un ensemble d'emprunts qui constituent la dette publique et qu'aucun créancier n'est à l'abri d'une défaillance, les marchés cherchent à contractualiser la notion de défaut souverain afin d'apporter un début de sécurité juridique à cette instabilité économique. Selon l'association du marché obligataire international (ICMA), le défaut d'un emprunteur souverain est constitué soit lorsqu'il y a défaillance dans le paiement dû par l'État à ses créanciers, soit lorsqu'une obligation contractuelle essentielle n'est pas respectée. Une clause-type ICMA de défaut se présente ainsi :

« The bonds should entitle the bondholders to demand immediate repayment, prior to the contractual maturity date, if : (i) the Issuer fails to pay any amount due under the bonds within 30 days of the due date for such payment ; or (ii) the Issuer defaults in the performance of any of its other obligations under the bonds and (if the default is capable or remedy) fails to remedy the default within 30 days of being notified of it by any bondholders. Acceleration of payment should be permitted provided holders of at least 25 per cent of the outstanding principal amount of the bonds vote in favour or such action. » (nous soulignons).

Or la définition du défaut dans les contrats d'émission, comme on peut le constater ci-dessus, ne prend en compte que les obligations issues du contrat d'émission : l'État n'est donc en défaut que sur une partie de ses contrats obligataires. Pourtant, en raison du fonctionnement mimétique des marchés, cela peut suffire à entraîner une crise de confiance. Les contrats de couverture du risque souverain vont alors voir leurs prix augmenter. Dans ces contrats CDS, la définition du défaut y est plus large et standardisée³⁷⁸. Concrètement, un événement de crédit est contractuellement reconnu en cas de manquement à une obligation de payer, de moratoire, ou de restructuration. Cette définition est au cœur du fonctionnement de la couverture puisque lorsqu'un événement défini comme faisant partie des événements de crédit a lieu, le CDS est déclenché³⁷⁹.

³⁷⁸ La plupart des CDS sur risques souverains suivent les *Credit Derivatives Definition* du contrat ISDA 2003 et son supplément de juillet 2009, mis à jour en septembre 2014. On rappelle que les CDS souverains ne s'apparentent pas aux CDS d'entreprises.

³⁷⁹ Virginie COUDERT, Mathieu GEX, « Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée », *Revue de la Stabilité Financière*, 2013, 17, pp. 153-170.

Dans le cas de la Grèce, l'étendue de cette définition est fondamentale. En octobre 2009, lorsque le gouvernement nouvellement élu de George Papandreou fait savoir que le déficit public du pays avait été sous-évalué depuis plusieurs années, la confiance des marchés s'érode. Les opérateurs s'inquiètent de la soutenabilité de la dette grecque ; les agences de notation dégradent la note attribuée au pays. La situation s'est détériorée jusqu'à l'exclusion de la Grèce du marché des titres obligataires en juin 2010³⁸⁰. Pourtant, il n'y a pas eu juridiquement défaut de la Grèce dans un premier temps³⁸¹. En effet, l'ISDA a considéré en 2011 que les négociations dans le cadre du plan de sauvetage n'étaient pas constitutives d'un défaut³⁸². En revanche, le 9 mars 2012, lorsque la clause d'action collective rétroactive a obligé tous les créanciers à suivre la décision d'échange, les agences de notation ont estimé que la Grèce était en défaut et les CDS souverains ont été déclenchés³⁸³. Par conséquent, la notion de défaut, qu'elle soit ou non juridiquement et contractuellement prévue, reste entièrement factuelle. Dans le cas de la Grèce, il s'agissait de savoir si le processus d'échange de titres dans le cadre de la FESF relevait d'un cas de restructuration.

Cette notion de défaut souverain pour les marchés diverge de celle des institutions³⁸⁴. Néanmoins, le même phénomène de confusion s'est répété en juin 2015 lorsque le FMI a confirmé que la Grèce était en défaut de paiement³⁸⁵. Cette information a été actée par la FESF le lendemain. Plusieurs options sont envisagées, d'un rappel du prêt pour un remboursement à une réserve de droits en passant par une suppression de

³⁸⁰ Ce n'est que quatre ans plus tard, en avril 2014, que la Grèce retournera sur les marchés : voir Marie CHARREL, « Grèce : le retour sur les marchés, une opération très politique », *Le Monde*, 2014, édition du 9 avril.

³⁸¹ Hubert de VAUPLANE, « Pourquoi la Grèce n'est-elle pas juridiquement en défaut ? », *Revue Banque*, 2011, 742-743, pp. 116-119.

³⁸² Dans un communiqué du 31 octobre 2011, l'ISDA souligne que : « *Based on what we know now, it appears from news reports that the Eurozone proposal involves a voluntary exchange that would not be binding on all holders. As such, it does not appear to be likely that the Eurozone proposal will trigger payments under existing CDS contracts. However, whether or not it does so will be decided by the DC on the basis of the specific facts, if a request is made to them.* » : ISDA, « *ISDA Statement on CDS Credit Event Process* », (2011).

³⁸³ ISDA, « *ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to The Hellenic Republic (Greece)* », (2012).

³⁸⁴ Carlo COTTARELLI, Lorenzo FORNI, Jan GOTTSCHALK, Paolo MAURO, « *Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely* », Washington D.C., International Monetary Fund, 2010.

³⁸⁵ International Monetary Fund, « *Statement by the IMF on Greece* », Press Release No.15/310, June 30, 2015 : « *the SDR 1.2 billion repayment (about EUR 1.5 billion) due by Greece to the IMF today has not been received. We have informed our Executive Board that Greece is now in arrears and can only receive IMF financing once the arrears are cleared.* ».

ses droits³⁸⁶. Ce type de réaction est suivi de dispositions juridiques, comme nous le verrons dans la deuxième partie.

II. Des manques identifiés au lendemain de l'éclatement de la crise

Un certain nombre de manques dans la prévention de la crise ont été identifiés, notamment un manque de transparence général, une gestion du risque inadaptée et surtout une sous-estimation du risque souverain par le secteur privé (A.). Les critiques se portent sur la réglementation des marchés et la supervision bancaire, l'absence de prêteur international en dernier ressort (B.) et les incohérences juridiques du système d'endettement des États (C.).

A. *L'absence actuelle d'architecture financière internationale*

La régulation financière et la supervision des marchés, tant nationalement qu'internationalement, résultent de la prise en compte de crises successives. Après la crise de 1929, la supervision bancaire s'est développée avec le droit bancaire au sein des principaux centres financiers. Avec l'effondrement du système de Bretton Woods et le développement des euro-marchés, la création du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire était destinée à établir des règles, tout comme l'Organisation internationale des commissions de valeurs. En 1999, quand le concept d'architecture financière internationale est érigé, la crise asiatique avait bénéficié du G7 et du Forum de stabilité financière pour coordonner les activités des différentes entités créatrices de standards financiers. L'idée était d'éviter les manques dans la supervision et la régulation entre les juridictions au niveau international : on a renvoyé au concept d'architecture financière internationale en créant des standards financiers internationaux destinés à prévenir les crises ou à en atténuer les effets³⁸⁷. Avec la crise de 2008-2009, le G20 a assumé une

³⁸⁶ EFSF, « EFSF takes note of Greece's non-payment to IMF », Luxembourg, 1 July 2015 : « *propose one of the following three options:*

- *acceleration of the loan: this means that the EFSF cancels the loan contract and requests immediate repayment of the principal and interest amounts;*

- *waiver of rights: this means that the EFSF irrevocably waives its right and remedies under the loan for this specific non-payment;*

- *reservation of rights: this means that the EFSF neither accelerates the loan nor waives its right to do so, but instead reserves the right to act at a later stage. »*

³⁸⁷ Les standards financiers internationaux sont une des principales évolutions suite aux crises financières des années 1990 et aux discussions autour d'une nouvelle architecture financière internationale. Ils regroupent un ensemble de mesures destinées à prévenir les crises ou à en atténuer les effets, générer plus de transparence sur les marchés financiers, notamment en matière de blanchiment d'argent, de financement du terrorisme ou d'évasion fiscale. Douglas W. ARNER, Ross P. BUCKLEY, « Redesigning

tâche de sponsor en œuvrant pour plus de responsabilité au FMI et au Forum de stabilité financière, modifié en 2012 pour devenir le Conseil de stabilité financière³⁸⁸. Cette succession de mesures démontre l'absence de système : il s'agit plutôt d'un patchwork de mesures prises dans les moments d'instabilité.

Chaque crise financière renvoie au fondement de l'utilité des marchés financiers : ils ne constituent pas une fin en soi mais permettent de rendre l'économie réelle plus productive en mobilisant l'épargne, en allouant le capital et en gérant les risques³⁸⁹. Depuis la crise asiatique de 1997-1998, l'idée de mettre en place une nouvelle architecture financière internationale fait couler beaucoup d'encre³⁹⁰ ; la question de l'efficacité des marchés financiers étant au cœur des manques identifiés³⁹¹. Cette problématique touche directement l'endettement des États puisque les intérêts payés sur les titres de dette souveraine étant librement fixés par les marchés, l'insuffisance du montant des primes de risque avant la dernière crise a accentué les dépenses des États. Plus encore, une grande part de la rapidité de la contagion de la crise financière aux emprunteurs souverains repose fondamentalement sur un problème d'information des opérateurs en période d'instabilité des marchés financiers internationaux. En effet, l'évaluation de la solvabilité d'un État dépend des jugements des investisseurs : si les détenteurs d'obligations choisissent de ne pas conserver leurs titres, par mimétisme tous vendront et le prix des obligations d'État chutera. Le coût du financement pour l'État augmentera et accentuera alors la probabilité d'un défaut qui n'était au préalable qu'incertain. Ainsi, le comportement des investisseurs conduit à une

the Architecture of the Global Financial System », *Melbourne Journal of International Law*, 2010, 11, pp. 185-239.

³⁸⁸ Conseil de stabilité financière, Article 1 de la Charte de juin 2012 : « *The Financial Stability Board (FSB) is established to coordinate at the international level the work of national financial authorities and international standard setting bodies (SSBs) in order to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory and other financial sector policies. In collaboration with the international financial institutions, the FSB will address vulnerabilities affecting financial systems in the interest of global financial stability* ».

³⁸⁹ Joseph STIGLITZ, « Principles for a New Financial Architecture », in *General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, (The Commission of Experts of the President of the UN, 2009),

³⁹⁰ Paul Krugman a d'ailleurs insisté sur le fait que « *the first step of such reform is to find out who is responsible for that pompous phrase and punish him* » après avoir souligné « *The worst is now past, or so we hope. But what was it all about? How can things have gone so wrong so suddenly? And what should we do to prevent another financial crisis - or if one comes, what should we do to minimize it?* » : Paul KRUGMAN, « Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis », in *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*, ed. by Takashi NEGISHI, Rama V RAMACHANDRAN, and Kazuo MINO, Kluwer, 2001, pp. 243-255.

³⁹¹ Jacques de LAROSIERE, « The High-Level Group Report on Financial Supervision in the EU », Bruxelles, 2009.

crise de la dette souveraine découlant d'un processus auto-réalisateur. Il en résulte qu'à partir d'un déséquilibre limité, les répercussions et les pertes sont disproportionnées³⁹².

Ce manque d'information est accentué par la présence de conflits d'intérêts entre opérateurs. Ainsi, sur le marché euro-obligataire international, les obligations sont placées par un syndicat de banques puis achetées et revendues par des banques contrepartistes. Tous les opérateurs de ce marché obligataire se réunissent au sein de l'ICMA³⁹³. Structurellement, son comité de détermination du défaut est dirigé par des membres qui retirent un bénéfice du choix du défaut de crédit. En effet, les banques commerciales détiennent les avoirs en dettes souveraines les plus importants. Leur exposition à la crise européenne de la dette était considérable, les banques françaises et allemandes détenant de grandes quantités de dettes souveraines grecques, irlandaises et portugaises³⁹⁴. Par conséquent, le conflit d'intérêts dans la prise de décision est indéniable.

Au-delà d'un manque d'information, c'est la transparence qui fait défaut, comme l'illustre le débat autour du fonctionnement des agences de notations³⁹⁵. Suite aux tensions sur les marchés autour des dettes souveraines, les notes des États ont été réévaluées. Ce traitement confirme que le mécanisme de notation est orienté par la demande, les agences de notation étant payées par les entreprises qu'elles notent³⁹⁶. Sur les marchés, toute diminution peut entraîner une prophétie auto-réalisatrice en renforçant la perte de confiance. Si la nécessité d'une information n'est pas remise en cause, c'est la régulation des émetteurs de cette information qui est en jeu. L'utilisation croissante des notations par les régulateurs a en outre entraîné trois dynamiques : la substitution d'une demande de régulation par une demande de notation attendue des investisseurs, la perception croissante que les notes sont plus qu'une opinion en raison de leur reconnaissance officielle par les régulateurs, et un cercle vicieux d'une

³⁹² ORLEAN, *op.cit.*, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Paris Éditions Rue d'Ulm, pp. 99-100.

³⁹³ Bertrand JACQUILLAT, Bruno SOLNIK, Christophe PERIGNON, *Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques*, 5ème édition, Paris, Dunod, 2009, pp. 7-61.

³⁹⁴ Deutsche Bank Research, « Monitoring cross-border exposure: A primer on how to exploit the BIS banking statistics », 26 novembre 2010.

³⁹⁵ Voir notamment Aymeri de MONTESQUIOU, « Agences de notation: pour une profession règlementée », Paris, Sénat, 2012, pp. 113-169.

³⁹⁶ Charles W CALOMIRIS, « The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next », *The Journal of Structured Finance*, 2009, 15, pp. 6-52.

régulation intrusive pour orienter les notes et les agences de notation vers les besoins de régulation, en changeant potentiellement la nature des notes³⁹⁷.

B. *L'absence juridique de prêteur international en dernier ressort pour les États*

Face au rôle que les États ont dû assumer, la question de l'existence d'un prêteur en dernier ressort se pose³⁹⁸. Cette appellation remonte au XVIII^e siècle lorsque Francis Barings, en 1797, fait référence à la Banque d'Angleterre comme étant le dernier recours dont disposaient les banques de l'époque pour obtenir des liquidités en temps de crise³⁹⁹. Ce prêteur a pour mission d'intervenir dans le cadre d'une crise systémique par l'intermédiaire de prêts destinés à sauvegarder le système financier⁴⁰⁰. Cette opération peut se réaliser par un prêteur seul, un ensemble de prêteurs au niveau national ou une banque centrale si le risque de défaut d'une institution peut se propager, l'objectif étant toujours d'injecter de l'argent pour bloquer la spirale de baisse des prix.

Lors de la dernière crise, les fonds propres des établissements financiers ont été touchés. Face à la contagion et aux risques d'insolvabilité de grandes institutions financières considérées comme systématiquement importantes (« *too big too fail* »)⁴⁰¹, ce sont les États qui ont pris le relais et ont mis en cause leur solvabilité. En effet, les annonces de sauvetage des banques par les États ont fait baisser les prêts bancaires et augmenter les CDS souverains⁴⁰². Ainsi, les États ont tenu le rôle de prêteur en dernier ressort pour les établissements financiers, mais aucune banque centrale supranationale ne s'est spontanément imposée sur la scène internationale pour pallier les problèmes de liquidité que les États ont ensuite rencontrés.

³⁹⁷ Richard CANTOR, « Ratings and regulation », Basel, Bank for International Settlements, 2013.

³⁹⁸ Silvia MERLER, Jean PISANI-FERRY, « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 225-235.

³⁹⁹ Thomas M HUMPHREY, Robert E KELEHER, « The Lender of Last Resort: A Historical Perspective », *Cato Journal*, 1984, 4, pp. 275-321.

⁴⁰⁰ Michel AGLIETTA, Caroline DENISE, « Les dilemmes du prêteur en dernier ressort international », *Revue française d'économie*, 1999, 14, pp. 35-85.

⁴⁰¹ Financial Stability BOARD, « Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision », Washington D.C., IMF, 2010 ; Rosa María LASTRA, « Systemic risk, SIFIs and financial stability », *Capital Markets Law Journal*, 2011, 6, pp. 197-213. Depuis novembre 2011, le Conseil de stabilité financière publie une liste des banques « *too big too fail* », mise à jour chaque année et établie suivant une méthodologie stricte. Voir Comité de Bâle sur le contrôle BANCAIRE, « Banques d'importance systémique mondiale : méthodologie révisée d'évaluation et exigence additionnelle de capacité d'absorption des pertes », Bâle, Banque des règlements internationaux, 2013.

⁴⁰² Viral ACHARYA, Itamar DRECHSLER, Philipp SCHNABL, « A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk », *The Journal of Finance*, 2013, 72p. ; BRETON, PINTO, WEBER, « Les banques, l'aléa moral et la dette publique », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 63-78

Il n'existe pas à l'heure actuelle d'autorité transnationale servant de prêteur en dernier ressort, même si le FMI a été envisagé pour tenir un rôle de banque centrale des banques. En effet, sa stratégie de gestion de crise s'éloigne de la renégociation des contrats de dette pour se tourner vers le principe du prêteur en dernier ressort⁴⁰³. Nous envisagerons cette action du FMI dans la deuxième partie de la thèse.

Dans le cas européen de l'Union économique et monétaire, les États n'ont plus le monopole d'émission de la monnaie, qui est détenu par la BCE. Ils financent leurs dépenses par les impôts et les émissions obligataires. En devenant utilisateurs de la monnaie euro, les États ont choisi de restreindre leur souveraineté monétaire sans envisager une défaillance de leur monnaie commune. L'euro allait inévitablement stimuler la croissance et la combinaison des critères de convergence et des obligations imposées aux articles 123 à 126 du TFUE⁴⁰⁴ serait suffisante⁴⁰⁵.

Statutairement, la BCE est chargée de veiller à la stabilité monétaire et financière de cette construction européenne. Son indépendance par rapport aux États est au centre de la réglementation et le financement du déficit public y est formellement interdit. Si la souveraineté monétaire permet à un État émettant dans sa propre devise de créditer ses comptes par de simples jeux d'écriture, cette facilité disparaît dès lors que la monnaie est ancrée à une autre devise, que l'endettement s'effectue par le biais de titres émis dans une autre devise, ou qu'une union monétaire est en place.

Pourtant, avec la crise, l'achat de dette publique par la banque centrale a été interprété comme faisant partie de l'objectif de stabilité monétaire et financière. La lutte contre une crise de liquidité était présentée comme indispensable au rétablissement du bon fonctionnement sur les marchés. La solvabilité des États et la stabilité du système étant affectées, la BCE a monétisé la dette et a servi de prêteur en dernier ressort pour soutenir les prix des titres de dette souveraine européenne. En septembre 2012, la BCE

⁴⁰³ Stanley FISCHER, « On the Need for an International Lender of Last Resort », *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 13, pp. 85-104 ; Jeffrey SACHS, « Do We Need an International Lender of Last Resort? », in *Frank D. Graham Lecture*, (Princeton University, 1995),

⁴⁰⁴ Selon l'article 123 du TFUE, sont interdits tout découvert ou tout autre type de crédit accordé par la BCE ou des banques centrales nationales aux autorités publiques. L'article 124 interdit un accès privilégié des autorités publiques aux institutions financières. L'article 125 dispose que ni l'Union, ni les États membres ne répondent des engagements des autorités, organismes ou entreprises publiques d'un État membre. L'article 126 prévoit des sanctions en cas de dépassement du critère de déficit.

⁴⁰⁵ Francesco MARTUCCI, « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, traité instituant le mécanisme européen de stabilité. Le droit international public au secours de l'UEM », *Revue des affaires européennes*, 2012, 717-732.

a mis en place le mécanisme des opérations monétaires sur titres permettant d'intervenir sur les titres de dette souveraine présents sur les marchés secondaires⁴⁰⁶. Sans inviter les États à abandonner les ajustements des finances publiques nécessaires, ce mécanisme de sortie de crise est destiné à rassurer les investisseurs. Il n'a pas été directement appliqué et sa conformité fut juridiquement débattue en Allemagne devant la Cour constitutionnelle de Karlsruhe⁴⁰⁷. Cette remise en cause par le droit constitutionnel de la gouvernance européenne est une des conséquences de l'absence de cadre juridique global⁴⁰⁸. La CJUE a tranché en juin en considérant que « *le programme d'achat d'obligations souveraines sur les marchés secondaires n'excède pas les attributions de la BCE relatives à la politique monétaire et ne viole pas l'interdiction du financement monétaire des États membres* »⁴⁰⁹.

Cette interprétation extensive des textes européens et ces remises en cause jurisprudentielles indiquent qu'il n'existe aucun prêteur en dernier ressort juridiquement prévu, alors que le rôle doit impérativement être tenu. Les États de la zone euro, délibérément séparés d'une partie de leur souveraineté monétaire, ne pouvant ni émettre ni déprécier leur monnaie pour jouer sur les taux ou augmenter leurs exportations, cherchent un cadre juridique à leur endettement souverain qui, bien que national, est *in fine* intimement lié par la monnaie. Sans prêteur en dernier ressort, une autre idée serait de mettre en place des émissions UEM dites *eurobonds* qui mutualiseraient et garantiraient une partie de la dette contractée par les États membres. Des techniques variées ont été étudiées afin d'assurer leur adéquation avec le droit européen⁴¹⁰. L'objectif du projet est de profiter de la notation de chacun des États de la zone euro pour lancer sur le marché une dette euro qui créerait une solidarité financière dans la zone.

⁴⁰⁶ Décisions du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne de septembre 2012 : <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2012/html/gc120921.fr.html>.

⁴⁰⁷ Eric DOR, « La Cour constitutionnelle de Karlsruhe suspecte les OMT d'être illégales », *Revue Banque*, 2014, 771, pp. 46-49 ; Helmut SIEKMANN, Vikrant VIG, Volker WIELAND, « The ECB's Outright Monetary Transactions in the Courts », Frankfurt, Institute for Monetary and Financial Stability, 2015.

⁴⁰⁸ Hubert de VAUPLANE, « Le rôle du juge pendant la crise : entre ombre et lumière », *Revue des affaires européennes*, 2012, 773-778.

⁴⁰⁹ CJUE, Arrêt de la Cour (grande chambre) du 16 juin 2015, *Peter Gauweiler et autres contre Deutscher Bundestag*, Affaire C-62/14. Voir Denys SIMON, « La réponse du berger à la bergère : suite du dialogue Luxembourg/Karlsruhe », *Europe*, 2015, 7, pp. 1-2 ; Denys SIMON, « L'Europe monétaire et financière devant ses juges : la réponse de la Cour de justice à la Cour constitutionnelle allemande », *Europe*, 2015, 8-9, pp. 5-8.

⁴¹⁰ Frédéric ALLEMAND, « La faisabilité juridique des projets d'euro-obligations », *Revue trimestrielle de droit européen*, 2012, Vol. 48, pp. 553-594.

Le débat reste suspendu aux engagements politiques. La solidarité peut prendre diverses formes : des euro-obligations, un fonds commun de stabilité, un mécanisme de responsabilité conjointe et solidaire des États membres de la zone euro en cas de défaut, voire une annulation des dettes ou un renflouement⁴¹¹.

C. *Les incohérences juridiques du système d'endettement des États*

Avec la crise, les opérateurs sur les marchés doivent réorienter leurs stratégies d'investissements puisque les obligations souveraines des pays développés ne sont pas des actifs sans risque : la qualité de crédit de chaque État est variable et les meilleures notes peuvent s'avérer trompeuses. La modification du statut d'actif sans risque de ces obligations implique, au-delà de la régulation des niveaux d'exposition des banques, un changement structurel des produits échangés sur les marchés financiers. Plus encore, les termes contractuels et les conditions imposées aux États sont au centre de l'attention afin de redéfinir les clauses de sauvegarde et les imposer dans les contrats d'émission obligataire.

Pourtant, l'expérience des crises précédentes n'apporte qu'un éclairage partiel à la situation actuelle puisque les instruments de dette prenaient auparavant la forme de contrats bancaires syndiqués. Ces outils ont été très utiles pour résoudre les problèmes de défaut souverain : des précédents historiques au XIX^e siècle et durant l'entre-deux-guerres démontrent qu'il est plus facile de sortir d'une crise reposant sur des prêts syndiqués que d'une crise impliquant des obligations. En effet, par définition, les titres obligataires ne permettent pas de rassembler tous les détenteurs, puisque l'intérêt de ces obligations réside dans le fait qu'elles sont éparpillées entre les investisseurs. Mais les détenteurs d'obligations qui agissent en *free rider* accentuent les problèmes de refinancement et de restructuration. Sans mécanisme viable pour gérer les défauts fondés sur les obligations, l'évolution de la finance mène inmanquablement à la situation actuelle.

En l'absence de cadre juridique international formel, ce sont les standards financiers qui servent de garde-fous à la crise. Développés depuis 1975 sous la forme de recommandations, de principes, de pratiques, de lignes directrices adoptés par les États

⁴¹¹ Jean TIROLE, « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 253-272. La seule solidarité qui est directement à l'œuvre depuis la crise économique est surtout celle existant entre créanciers.

à travers leur législation nationale, ils ne relèvent pas seulement de la *soft law*. Le coefficient de huit pour cent de fonds propres pour les banques internationales décidé par les accords de Bâle II constitue un exemple de standards devenus contraignants, renforcé avec Bâle III⁴¹². Or ce niveau s'est avéré insuffisant. La question se pose de comprendre pourquoi ces standards n'ont pu prévenir la crise systémique, alors que leur objectif est justement d'empêcher la contagion. Les douze standards du Conseil de stabilité financière gérés par le FMI à travers des rapports sur l'observation des standards et codes (ROSCs) et la Banque mondiale avec les programmes d'application au secteur financier (FSAPs)⁴¹³ n'ont pu prévenir la crise domestique américaine qui s'est transformée en crise économique et financière mondiale. Par ailleurs, l'anticipation du soutien des pouvoirs publics a d'une certaine manière invalidé la nécessité de ces standards puisque les pertes ont été compensées par le contribuable et non par les actionnaires. L'arbitrage de l'État entre le renflouement des banques et la préservation de sa note de solvabilité a penché en faveur des banques, en l'absence de cadre réglementaire clair.

La crise financière a permis de tester dans son ensemble la viabilité des marchés bancaires et celle du cadre réglementaire de la régulation. Elle a mis en évidence le fossé réglementaire existant entre le degré d'intégration financière des conglomérats bancaires et les limites de la régulation. Des lacunes graves existent non seulement dans l'industrie des services financiers, mais aussi du côté des autorités de régulation et de surveillance à un niveau international⁴¹⁴. De tels chocs exogènes peuvent s'avérer opportuns pour réformer le système puisque les crises mettent en lumière les faiblesses du système de régulation et forcent les décideurs politiques à reconsidérer leurs positions.

⁴¹² Ce coefficient d'exposition implique que si plus de 8 % des prêts accordés ne sont pas remboursés, les actionnaires devront se porter au secours de la banque. Mario GIOVANOLI, « The reform of the international financial architecture after the global crisis », *N.Y.U. International Law and Politics*, 2009, Vol. 42, pp. 81-123.

⁴¹³ Thomas HALE, David HELD, *The Handbook of Transnational Governance: Institutions and Innovations*, Cambridge, Polity, 2011, 296p.

⁴¹⁴ « Cette confiance, qui semblait aller de soi lorsque les systèmes financiers fonctionnaient bien, a disparu lors de la crise actuelle, en grande partie parce qu'ils sont récemment devenus complexes et opaques, [...] des exigences faibles pour l'octroi de crédits, une mauvaise évaluation des asymétries des échéances, une utilisation très excessive du levier de bilan et hors bilan, des lacunes dans la surveillance réglementaire, des pratiques procycliques en matière comptable et de gestion des risques, un système déficient de notation du crédit et une gouvernance faible ». Voir le rapport du G30 cité par LAROSIERE, « The High-Level Group Report on Financial Supervision in the EU », Bruxelles, 2009 : Working Group on Financial STABILITY, « Financial Reform: A Framework for Financial Stability », G30, 2009.

C'est face à ce constat qu'il faut prendre en compte le droit⁴¹⁵ : des enjeux juridiques naissent du fait que la zone euro est différente de l'Union européenne, que les membres de la zone euro ne constituent pas une institution avec des compétences juridiques qui pourraient permettre de renforcer les mesures d'urgence comme dans le cas de l'Union européenne. À la place, le *modus operandi* des États de la zone euro est la coopération inter-gouvernementale. Pourtant, le cadre juridique de l'Union européenne dessine des limites à cette coopération qui pourrait entrer en conflit avec le fonds de sauvetage mis en place par les membres de la zone euro.

Le paradoxe est renforcé entre la négation du droit et l'élaboration nécessaire d'un cadre normatif : c'est ce paradoxe qui conduit à une construction juridique *sui generis* ne tombant dans aucune des catégories classiques du droit international. On constate la présence de mesures, mais on regrette l'absence de règles juridiques. Le domaine de l'informalité pose des bases de juridicité mais ne permet pas d'entrer dans le système de l'ordre juridique international⁴¹⁶.

Section 2. Les coûts du défaut

Le non-règlement des obligations financières de l'État entraîne un certain nombre de phénomènes économiques et financiers qui établissent les coûts du défaut et restreignent leur accès au financement (I.). Le défaut entraîne un coût juridictionnel : l'État est attiré devant les tribunaux pour répondre de ses violations contractuelles en matière de dette souveraine (II.).

I. La restriction des financements

Le coût du défaut le plus direct provient des sanctions des marchés financiers qui peuvent exclure l'État, restreindre drastiquement les financements disponibles ou en augmenter les coûts d'accès. À ces sanctions financières s'ajoutent les retombées économiques et commerciales pour l'État (A.). L'instabilité qui résulte de ces divers phénomènes s'étend à la sphère politique et explique en partie les raisons pour lesquelles les États remboursent leurs dettes (B.).

⁴¹⁵ Christian HOFMANN, « A Legal Analysis of the Eurozone Crisis », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 43-73.

⁴¹⁶ Michael C. BURDA, « The European Debt Crisis: How Did We Get into this Mess? How Can We Get out of it? », *ibid.* ed. by Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 21-34.

A. Des sanctions financières, économiques et commerciales

Certains coûts sont imposés par les marchés, notamment la réduction de l'accès au financement ou l'augmentation des coûts de financement. Le défaut de l'État affecte gravement son traitement par les marchés financiers car il peut en être exclu⁴¹⁷. Une telle période d'exclusion des marchés succède inévitablement à chaque défaut, souvent lors de la période de négociations pour la restructuration⁴¹⁸. Ensuite, les États ont à nouveau accès aux marchés et peuvent émettre des titres de dette. Mais l'augmentation du prix du financement peut affecter plus durablement l'État ayant fait défaut. La sanction des marchés se trouve en effet intégrée à la prime de risque : il s'agit d'une augmentation du taux d'intérêt suite à l'évaluation que les marchés financiers font de la dégradation des finances publiques. Le risque de crédit renvoie au risque de défaut de l'émetteur de l'obligation : il est compensé par un taux plus élevé en fonction du niveau de risque supporté par l'investisseur. C'est le *spread* qui chiffre ce niveau de risque de crédit de l'investisseur. Si les opérateurs spéculent qu'il y aura défaut, les attaques sur le *spread* peuvent mener à une défaillance. Cet effet sur le coût de financement est similaire au phénomène d'exclusion des marchés : immédiatement après la mise en place de la restructuration, emprunter est beaucoup plus coûteux pour l'État⁴¹⁹. Par conséquent, l'idée de maintenir une bonne réputation sur les marchés n'est pas forcément corrélée au traitement que reçoit par la suite l'État : les effets d'un défaut sont courts sur les marchés et le coût d'emprunt n'est affecté que temporairement. Cependant, d'autres sanctions sont plus conséquentes.

Les créanciers peuvent parfois imposer des sanctions directes aux États faisant défaut, en plus des sanctions des marchés. Au-delà des coûts financier et économique, il existe un coût commercial : les créanciers peuvent décider de sanctionner l'État en

⁴¹⁷ Eduardo BORENSZTEIN, Ugo PANIZZA, « The Costs of Sovereign Default », Washington D.C., International Monetary Fund, 2009.

⁴¹⁸ La durée moyenne d'exclusion de l'État est en moyenne de quatre ans : voir R. Gaston GELOS, Ratna SAHAY, Guido SANDLERIS, « Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access? », Washington D.C. , International Monetary Fund, 2004. Plus précisément, la durée moyenne diminue puisqu'elle était de 5,5 ans dans les années 1980, de 4,1 ans dans les années 1990 et de 2,5 dans les années 2000 : voir Christine RICHMOND, Daniel A. DIAS, « Duration of Capital Market Exclusion: Stylized Facts and Determining Factors », (2008),

⁴¹⁹ Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, « Creditors' Losses versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crisis », *Journal of the European Economic Association*, 2007, 5, pp. 343-351.

défaut en stoppant toute relation commerciale ou en diminuant les échanges⁴²⁰. Statistiquement, les défauts diminuent le commerce sur de longues périodes : au-delà des situations d'embargo, les plans de restructuration dans le cadre du Club de Paris démontrent un déclin significatif du commerce bilatéral⁴²¹. Un des facteurs explicatifs est que les importateurs et les exportateurs perdent leur accès au crédit : cette limitation du crédit expliquerait en partie le déclin des échanges commerciaux.

Ainsi, l'activité économique en générale peut être affectée par les restrictions au financement des États. Les défauts souverains sont souvent associés à une probabilité importante de crise bancaire, de baisse des investissements directs internationaux⁴²² ou des investissements privés⁴²³. Même en cas de reprise, la situation économique reste difficile et le recours à de la dette supplémentaire courant. Cet impact sur l'économie et la croissance a d'ailleurs suscité un vif débat entre économistes concernant l'impact des déficits et de la dette souveraine sur la croissance⁴²⁴.

Selon la façon dont l'État fait défaut, les conséquences juridiques diffèrent. S'il adopte une nouvelle législation qui modifie les termes de la dette existante, la question se pose de savoir si les lois nouvelles sont reconnues ou appliquées. Si l'État contraint ses créanciers à accepter une réduction de la dette, ces derniers ne peuvent voir leurs titres de dette à la fois reconnus et remboursés aux conditions initiales.

⁴²⁰ Christoph TREBESCH, « The Cost of Aggressive Sovereign Debt Policies: How Much is the Private Sector Affected? », Washington D.C., International Monetary Fund, 2009.

⁴²¹ Ce déclin se chiffre à 8 % par an : voir Andrew K. ROSE, « One Reason Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade », *Journal of Development Economics*, 2005, 77, pp. 189-206.

⁴²² Miguel FUENTES, Diego SARAVIA, « Sovereign Defaulters: Do International Capital Markets Punish Them? », ed. by Instituto de ECONOMIA (Santiago: Pontificia Universidad Católica de Chile, 2006),

⁴²³ Carlos ARTETA, Galina HALE, « Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector », *Journal of International Economics*, 2008, 74, pp. 53-69.

⁴²⁴ Les travaux de Reinhart et Rogoff ont mis en avant une corrélation négative entre la dette souveraine et la croissance économique. Ils affirment que « *when gross external debt reaches 60 percent of GDP, annual growth declines by about two percent; for levels of external debt in excess of 90 percent of GDP, growth rates are roughly cut in half.* » in Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2010, 100, pp. 573-578. Cette corrélation chiffrée, reprise par les dirigeants politiques et les régulateurs, a été critiquée dans la méthode de calcul : voir Thomas HERNDON, Michael ASH, Robert POLLIN, « Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff », (Amherst: University of Massachusetts, 2013), ainsi que dans les hypothèses de travail : NERSISYAN, RANDALL, « Un excès de dette publique handicapé-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, 2011, 116, pp. 173-190. Les travaux ont été partiellement revus par les auteurs : voir Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, « Errata: "Growth in A Time of Debt" », (Harvard University, 2013),

B. Des conséquences politiques

L'économie réelle étant affectée par une récession, la stabilité politique est remise en cause. Avec la crise financière, le *spread* est par exemple devenu un outil d'appréciation à la fois de la discipline budgétaire de l'État, mais aussi de sa crédibilité politique. Le cas italien illustre à quel point les marchés peuvent devenir juges de la stabilité politique : lorsque Mario Monti a été nommé président du Conseil en novembre 2011, la prime de risque sur les titres italiens a baissé⁴²⁵.

Les conséquences politiques d'une crise de la dette constituent un avertissement pour les ministres des finances et les gouvernements⁴²⁶. Les États sont incités à rembourser leurs dettes car les coûts d'un défaut sont néfastes pour les gouvernements ayant pris la décision de faire défaut. Toutes ces externalités négatives décrites par les économistes incitent les États à rembourser leur dette : il est plus coûteux de faire défaut que d'assurer le service de la dette⁴²⁷. Étant donné que les coûts d'un défaut souverain sont particulièrement élevés et que les États sont incités à rembourser, ils cherchent à prendre des mesures pour réduire *a priori* le risque de défaut. Au niveau global, les autorités adoptent des mesures macroéconomiques et des réformes structurelles pour réduire l'éventualité d'une crise et augmenter la croissance. Le coût élevé d'un défaut souligne le besoin d'un développement d'un système de prévention des crises pour éviter tout contentieux.

II. L'arbitrabilité des contentieux de dette souveraine

Les créanciers lésés par les États peuvent décider de les attirer devant des tribunaux nationaux ou arbitraux (B.). La renonciation aux immunités de juridiction et d'exécution a mené au développement de l'arbitrage et à une privatisation de l'enjeu de la dette souveraine dominé par des acteurs recherchant le profit (A.).

⁴²⁵ MARTUCCI, « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, traité instituant le mécanisme européen de stabilité. Le droit international public au secours de l'UEM », *Revue des affaires européennes*, 2012, pp. 717-732

⁴²⁶ BORENSZTEIN, PANIZZA, « The Costs of Sovereign Default », Washington D.C., International Monetary Fund, 2009

⁴²⁷ Jonathan EATON, Raquel FERNANDEZ, « Sovereign debt », in *Handbook of International Economics*, ed. by Ronald Winthrop JONES, et al., Elsevier, 1995, pp. 2031-2077.

A. La fin de l'immunité souveraine en matière d'endettement

Le recours à la notion de l'immunité souveraine joue un rôle central dans l'analyse du problème de la dette souveraine. Selon ce principe, les États ne peuvent pas être poursuivis devant des tribunaux étrangers sans leur consentement. L'article 5 de la Convention des Nations Unies sur l'immunité juridictionnelle des États et de leurs biens de 2004 dispose qu'un État « *jouit, pour lui-même et pour ses biens, de l'immunité de juridiction devant les tribunaux d'un autre État* ». En droit international, l'immunité souveraine découle de l'acceptation de l'égalité et de l'absence de hiérarchie entre États souverains. Conformément à la maxime *par in parem non habet jurisdictionem*, un État ne peut pas être soumis aux actes juridictionnels d'un autre État. En vertu de la doctrine de l'immunité absolue qui prévalait au XIX^e siècle et durant la première moitié du XX^e siècle, l'immunité souveraine s'appliquait même aux transactions commerciales entre États étrangers et particuliers d'un autre État. Les intérêts commerciaux privés n'entraient pas dans la voie des relations diplomatiques et politiques. Par conséquent, si un créancier lésé ne parvenait pas avec succès à faire entendre sa cause devant les tribunaux de l'État défaillant, il était privé de voie de recours juridiques pour exiger un remboursement.

La doctrine de l'immunité absolue est aujourd'hui révolue et la Convention des Nations Unies sur l'immunité juridictionnelle des États en a pris acte. L'immunité peut être levée : un souverain peut choisir d'entrer dans une relation contractuelle et se soumettre volontairement à l'autorité d'un tribunal étranger dans le cas d'un différend relatif au contrat. Selon l'article 7 de la Convention des Nations Unies de 2004, l'État perd son droit d'invoquer son immunité s'il a expressément consenti à l'exercice de la juridiction⁴²⁸. L'article 8 décrit la participation de l'État à la procédure comme une traduction de son consentement à l'exercice de la juridiction à son égard⁴²⁹. De ce fait,

⁴²⁸ Article 7 - Consentement exprès à l'exercice de la juridiction : « 1. *Un État ne peut invoquer l'immunité de juridiction dans une procédure devant un tribunal d'un autre État à l'égard d'une matière ou d'une affaire s'il a consenti expressément à l'exercice de la juridiction de ce tribunal à l'égard de cette matière ou de cette affaire : a) Par accord international ; b) Dans un contrat écrit ; ou c) Par une déclaration devant le tribunal ou une communication écrite dans une procédure déterminée.* 2. *L'accord donné par un État pour l'application de la loi d'un autre État n'est pas réputé valoir consentement à l'exercice de la juridiction des tribunaux de cet autre État.* ».

⁴²⁹ Article 8 - Effet de la participation à une procédure devant un tribunal : « 1. *Un État ne peut invoquer l'immunité de juridiction dans une procédure devant un tribunal d'un autre État : a) S'il a intenté lui-même ladite procédure ; ou b) Si, quant au fond, il est intervenu à ladite procédure ou y a participé de quelque façon que ce soit. Cependant, si l'État prouve au tribunal qu'il n'a pu avoir connaissance de faits sur lesquels une demande d'immunité peut être fondée qu'après avoir participé à la procédure, il*

les souverains peuvent être tenus légalement responsables de violation de contrats commerciaux avec des parties étrangères de la même manière que les parties privées. En revenant sur l'ancien principe de l'immunité souveraine absolue pour retenir une compréhension restrictive, les contrats conclus par des États dans le domaine du financement de leur économie peuvent être soumis à un contrôle judiciaire.

D'une manière générale, les protections juridiques des États souverains face à une action judiciaire par les créanciers ont significativement été réduites depuis les années 1980 notamment en raison d'une évolution jurisprudentielle. En plus de l'immunité souveraine, deux autres principes juridiques ont été utilisés par des débiteurs souverains dans les années 1980 et 1990. Le premier est la doctrine de l'acte d'État (« *act of state* ») qui prévoit que les tribunaux ne peuvent pas juger de la validité des actes pris par un État souverain étranger sur son territoire. Contrairement à l'immunité souveraine qui permet de s'opposer à des poursuites juridictionnelles contre un État souverain, la doctrine de l'acte d'État est relative à l'impossibilité de juger des actes d'un État étranger : elle crée une règle d'abstention concernant la justiciabilité des actes d'un État étranger⁴³⁰. Cette doctrine s'est avérée peu efficace dans la pratique puisque faire défaut sur des titres internationaux n'a pas été considéré comme un acte souverain nécessitant une protection judiciaire⁴³¹.

Le second principe est l'« *International comity* » qui est défini comme la reconnaissance qu'un État autorise sur son territoire aux actes législatifs, exécutifs ou

peut invoquer l'immunité sur la base de ces faits, à condition de le faire sans retard. 2. Un État n'est pas réputé avoir consenti à l'exercice de la juridiction d'un tribunal d'un autre État s'il intervient dans une procédure ou y participe à seule fin : a) D'invoquer l'immunité; ou b) De faire valoir un droit ou un intérêt à l'égard d'un bien en cause dans la procédure. 3. La comparution d'un représentant d'un État devant un tribunal d'un autre État comme témoin n'est pas réputée valoir consentement du premier État à l'exercice de la juridiction de ce tribunal. 4. Le défaut de comparution d'un État dans une procédure devant un tribunal d'un autre État ne saurait s'interpréter comme valant consentement du premier État à l'exercice de la juridiction de ce tribunal. ».

⁴³⁰ Philip J. POWER, « Sovereign Debt: The Rise of the Secondary Market and Its Implications for Future Restructurings », *Fordham Law Review*, 1996, 64, pp. 2701–2772.

⁴³¹ *Allied Bank International c. Banco Crédito Agrícola de Cartago* : la doctrine de l'acte d'État ne protège pas nécessairement les États en cas de défaut. Voir notamment Otto SANDROCK, « Is international arbitration inept to solve disputes arising out of international loan agreements? », *Journal of International Arbitration*, 1994, 11, pp. 33-60. Dans l'affaire *CIBC Bank and Trust Co. (Cayman) Ltd v. Banco Central do Brasil*, le Brésil n'a invoqué ni l'immunité souveraine ni la doctrine de l'acte d'État dans sa défense, ces principes ayant perdu leur pouvoir de protection dans le contexte du contentieux de la dette souveraine. Pour un commentaire, voir Ugo PANIZZA, Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, « The Economics and Law of Sovereign Debt and Default », *Journal of Economic Literature*, 2009, 47, pp. 651-698.

judiciaires d'un autre État. Ce principe n'a pas non plus rencontré de succès auprès des juges.

La fin de l'immunité souveraine en matière d'endettement concerne également la question de la saisie des biens. Il n'existe pas de règle de droit international interdisant d'attacher des biens ou des actifs afin d'exécuter un jugement contre un État. Lorsqu'un créancier décide de faire exécuter un jugement au sein d'une juridiction autre afin de saisir plus d'actifs, la question de la renonciation à l'immunité d'exécution se pose au sein du contrat⁴³². On accepte généralement que tous les actifs d'un État ne soient pas saisissables, en raison de la nature souveraine de l'État et du fait que ses actifs sont utilisés pour remplir des fonctions souveraines et des obligations d'intérêt public ou pour des objectifs publics (*actiones iure imperii*). Mais l'intérêt public est strictement défini afin d'éviter qu'un État débiteur ne maintienne ses actifs en dehors des saisies de ses créanciers. Les dérogations à l'immunité souveraine dans la plupart des accords de dette modernes permettent aux débiteurs de saisir des biens situés à l'étranger, ce qui permet d'obtenir l'exécution du jugement par l'État. Si l'État a expressément renoncé à son immunité d'exécution, il est possible de saisir n'importe quel bien, sauf si une règle nationale met en place une immunité pour certains actifs⁴³³ ou si l'État tente de limiter ses actifs saisissables en les plaçant en dehors de la portée des tribunaux étrangers⁴³⁴.

B. Le succès des créanciers procéduriers

La fin de l'immunité souveraine est corrélée au succès des créanciers procéduriers. Parmi tous les créanciers d'un État, les intérêts de chacun divergent en cas de défaut. Les grands établissements bancaires privilégient une négociation pour maintenir leurs relations avec l'État et pour éviter un défaut qui apparaîtrait dans leur bilan. Dès la fin des années 1980, ces banques créancières commencèrent à provisionner contre les pertes sur les prêts souverains. Les créanciers non institutionnels ne suivent pas cette stratégie. Avec la création du marché secondaire de la dette, de nouveaux

⁴³² Engela C SCHLEMMER, « The enforcement of sovereign debt », in *International monetary and financial law: the global crisis*, ed. by Mario GIOVANOLI and Diego DEVOS, Oxford, Oxford University Press, 2010, pp. 418-446.

⁴³³ Cette situation peut poser problème au regard de la règle de l'estoppel : l'État ne peut pas d'un côté renoncer à son immunité dans un contrat tout en conservant son droit protecteur.

⁴³⁴ Il peut par exemple les placer à la Banque des Règlements Internationaux pour se protéger contre leur saisie.

investisseurs sont apparus et notamment des entreprises spécialisées dans le rachat de titres de dette souveraine dévalorisés. Surnommés « fonds vautours », ces fonds d'investissements spécialisés dans la dette risquée (« *distressed debt funds* ») achètent à bas prix des titres de dette d'États ayant fait défaut pour ensuite poursuivre les États et obtenir la meilleure négociation possible ou un remboursement au meilleur prix par le biais d'une décision de justice⁴³⁵.

Si ce type d'actions en justice reste encore rare dans les années 1980, c'est en raison des mécanismes contractuels importants et des institutions informelles comme le Club de Londres qui favorisent les négociations collectives avec le débiteur pour éviter ces cavaliers seuls poursuivant les États. Avant la création du marché secondaire de la dette à la fin des années 1980, tous les détenteurs de la dette souveraine étaient des banques, ce qui obligeait les créanciers à déclarer le débiteur en situation de défaut et à faire un rappel de prêt, conformément aux stipulations contractuelles, avant toute assignation en justice.

Les créanciers récalcitrants peuvent parfois obtenir un meilleur traitement. L'affaire *Allied Bank International v. Banco Credito Agricola de Cartago* a tout d'abord prouvé par un revirement de jurisprudence qu'un créancier récalcitrant pouvait obtenir un jugement favorable, mais il rencontrait ensuite des problèmes dans l'exécution de la sentence⁴³⁶. En l'espèce, le fonds n'obtint finalement pas de meilleur résultat que les autres banques. La stratégie des créanciers procéduriers s'est affinée jusqu'aux victoires d'Elliott Associates⁴³⁷ qui ont marqué les esprits⁴³⁸ : après avoir

⁴³⁵ PANIZZA, STURZENEGGER, ZETTELMEYER, « The Economics and Law of Sovereign Debt and Default », *Journal of Economic Literature*, 2009, 47, pp. 651-698 ; Fanny GIANSETTO, « Les fonds dits « vautours » et la dette souveraine : - Un nouvel enjeu de la régulation financière », *Cahiers de droit de l'entreprise*, 2012, 6, pp. 33 et suiv.

⁴³⁶ Le Costa Rica avait suspendu le paiement de sa dette envers un syndicat bancaire de 39 établissements. Une restructuration avait été organisée entre tous les acteurs, sauf un, Fidelity Union Trust of New Jersey, qui poursuivit l'État en justice devant les instances des États-Unis par l'intermédiaire d'un agent, Allied Bank. En première instance, la doctrine de l'acte d'État donna raison au Costa Rica. Mais en appel, en 1984, les juges considérèrent que l'argument n'était pas recevable : faire défaut sur sa dette souveraine ne constitue pas un acte d'État. La restructuration de la dette du Costa Rica étant semblable au chapitre 11 de la loi sur les faillites des États-Unis, l'État n'avait pas répudié sa dette mais l'avait renégoциé de bonne foi. Pourtant, en 1985, l'affaire fut présentée à nouveau devant un juge qui estima, en reconnaissant l'argumentation du ministère de la justice américain, que le Costa Rica avait unilatéralement décidé de la restructuration. L'affaire se solda par un compromis : le gouvernement américain encouragea Fidelity Union à accepter l'offre que le reste du syndicat bancaire avait acceptée.

⁴³⁷ *Elliott Associates L.P. v Republic of Peru and Banco de la Nación del Peru*, 1998 et 1999.

⁴³⁸ Eric ROBERT, « Rééchelonnement de la dette ou règlement judiciaire ? Analyse de la jurisprudence interne et internationale au regard des enjeux de la renégociation de la dette », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 607-670.

obtenu une décision favorable fondée sur une interprétation extensive de la clause *pari passu*⁴³⁹, ce fonds a par la suite développé une large stratégie pour saisir les actifs de l'État à l'étranger. Ainsi, il a notamment demandé aux tribunaux de s'ingérer dans les paiements transfrontaliers effectués aux créanciers ordinaires qui avaient convenu d'une restructuration de la dette. Les négociations ont pu avoir lieu parce qu'il a réussi à menacer de saisir les biens de l'État ou à interférer avec les transactions internationales⁴⁴⁰. Cette affaire a alerté les observateurs car elle a démontré que les créanciers procéduriers pouvaient gagner plus que ceux acceptant la restructuration, décourageant par conséquent toute négociation future. Elliott propulsa les créanciers récalcitrants du rang de nuisance mineure voire de champion des droits des créanciers à celui d'obstacle formidable aux restructurations de dette souveraine. Par ce droit de veto sur la régularisation des relations entre un État et ses principaux créanciers, les fonds vautours exercent une influence sur le retour de l'État sur les marchés internationaux de capitaux.

D'autres créanciers ont tenté d'imiter la stratégie juridique développée par Elliott Associates, mais avec un succès mitigé⁴⁴¹. L'effet de ces fonds vautours reste ainsi limité. Le remboursement intégral reste exceptionnel et beaucoup de fonds n'obtiennent rien, les tentatives de blocage des négociations de restructuration par des actions en justice restant infructueuses⁴⁴². En outre, en raison de frais juridiques élevés, de telles stratégies n'ont de sens que pour des entreprises hautement spécialisées.

Le cas de l'Argentine illustre parfaitement le coût du défaut pour un État. En janvier 2002, l'État argentin a fait défaut sur ses titres de dette souveraine suite à deux plans de restructuration négociés en juin et en novembre 2001. L'économie était déjà en

⁴³⁹ Selon cette interprétation extensive, la clause *pari passu* garantit une égalité de paiement entre les créanciers. Une interprétation plus conventionnelle de la clause est que cette clause prévoit une égalité de rang entre créanciers. A l'heure actuelle, l'interprétation de cette clause est encore discutée : GIANSETTO, « Egalité de traitement ou hiérarchie entre créanciers ? », The Hague, Académie de droit international de La Haye, 2013*op. cit.*

⁴⁴⁰ Voir le prologue de Martial HELAND, « Restructuration de dette souveraine et défense contre les fonds vautours », in *Mémoire de recherche*, (Paris: Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2011),

⁴⁴¹ Dans l'affaire *LNC c. Nicaragua*, la Cour d'appel belge a constaté que la clause *pari passu* n'a pas donné à LNC le droit de saisir les paiements acheminés par l'intermédiaire de Euroclear dans la mesure où Euroclear n'était pas partie au contrat contenant la clause *pari passu*. Dans l'affaire *Kensington v. Republic of Congo*, un juge anglais a rejeté l'application de la clause *pari passu* ; dans *Red Mountain Finance v. Democratic Republic of Congo*, cette même clause a été rejetée mais le juge a ordonné que les paiements effectués par le débiteur soit proportionnés entre créanciers. La République démocratique du Congo a finalement négocié avec Red Mountain.

⁴⁴² STURZENEGGER, ZETTELMEYER, *op.cit.*, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, Cambridge, London, The MIT Press, pp. 3-30.

récession, le déficit de la dette publique s'étant creusé. Cette situation a augmenté le *spread* et le gouvernement a eu recours aux banques commerciales nationales pour se financer. Fin 2004, plus de 140 procédures judiciaires étaient en cours contre l'Argentine, dont quinze « *class actions* », à New York, en Italie, en Allemagne, à la fois par des fonds vautours et des investisseurs individuels (« *retail investors* »). La boîte de Pandore a été ouverte avec le cas *Abaclat* qui posait la question de savoir si les obligations d'État étaient reconnues comme un investissement au titre de la Convention du CIRDI⁴⁴³. En s'appuyant sur les définitions des traités bilatéraux d'investissement, le tribunal arbitral a estimé que l'arbitrage du CIRDI s'applique aux cas de conflits de contrats de dette souveraine. Actuellement, c'est le cas *NML Capital c. Argentina* qui attire l'attention autour de l'interprétation de la clause *pari passu* et ses conséquences pour l'État argentin. Nous l'étudierons en détail dans la deuxième partie de cette thèse.

La situation actuelle n'est satisfaisante ni pour les créanciers ni pour les États débiteurs. Les premiers ont *de lege lata* le droit de faire valoir leur sentence mais échouent souvent à recevoir le remboursement adéquat en raison du manque de fonds situés en dehors du territoire des États débiteurs. Les seconds sont confrontés à la menace croissante de poursuites judiciaires en cas de non remboursement de leur dette. Cette situation les exclut du marché et rend les prêts indisponibles : les interventions de l'État peuvent alors être contreproductives. De toute façon les fonds vautours respectent le droit⁴⁴⁴ : ils servent d'une certaine manière la cause d'un cadre juridique plus rigoureux par leur action à l'encontre du système.

*

L'enchaînement que nous avons étudié commence avec la crise des *subprimes* sur le marché aux États-Unis. Celle-ci a eu lieu dans le cadre d'une politique monétaire expansive qui a autorisé des prêts imprudents à des emprunteurs ne répondant pas aux

⁴⁴³ Michael WAIBEL, « Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration », *American Journal of International Law*, 2007, 101, pp. 711-759.

⁴⁴⁴ Kunibert RAFFER, « Improving Debt Management on the Basis of UNCTAD's Principles », in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, ed. by Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 163-187.

critères habituels de solvabilité. À la suite de la titrisation de ces crédits, ces derniers ont été revendus en masse aux banques et autres intermédiaires financiers partout dans le monde. Les couvertures de risque ont conduit à la diffusion supplémentaire des risques de crédit. Lorsque le marché hypothécaire des *subprimes* a fini par s'effondrer après l'éclatement de la bulle immobilière, les actifs connexes sont devenus toxiques car pratiquement sans valeur. Or un certain nombre de grandes institutions bancaires et autres intermédiaires financiers à travers le monde en détenaient. C'est cette caractéristique centrale pour notre sujet qui explique la contagion du marché américain au reste de l'économie mondiale.

La méfiance générale des banques a provoqué la quasi-disparition du marché interbancaire. Un important soutien gouvernemental au secteur financier, grâce à des garanties de prêts interbancaires, des achats d'actifs toxiques, et les prises de contrôle de banques, a permis de restaurer partiellement la confiance des marchés. Mais le resserrement du crédit résultant de la crise financière a par la suite affecté l'économie en général, qui est tombée dans une profonde récession. Les programmes de soutien gouvernementaux à l'économie, en plus de l'aide déjà accordée au secteur financier, ont massivement augmenté les déficits publics.

Depuis 2008, des mesures massives ont été prises progressivement pour sortir de la crise d'endettement qui a touché les États. La réduction des dettes souveraines s'est faite par tout moyen : l'Islande a fait défaut, la Grèce a restructuré sa dette. L'austérité est privilégiée par d'autres États qui mettent en œuvre des efforts budgétaires, redressent leur déficit, flexibilisent le marché du travail. Mais pour éviter tout nouveau déséquilibre pouvant mener à un choc majeur tel une guerre, des réformes réglementaires sont nécessaires afin de stabiliser le système financier global.

CONCLUSION DU TITRE II

Les méthodes d'endettement public international sont marquées par un déclin quantitatif de l'emprunt bancaire, tant pour les prêts des banques multilatérales de développement que pour les crédits accordés par les syndicats bancaires. Les États et les entités publiques leur ont substitué la levée de fonds sur le marché financier, qui peut être dix fois supérieure aux capacités des prêteurs initiaux. Cette évolution, qui répond à une logique d'opportunité, a balayé toute la structure de financement préexistante pour instaurer la loi du marché, et par conséquent le droit privé.

C'est cette mutation qui est au cœur de la crise actuelle. On s'est interrogé sur l'ambivalence de ces titres de dette souveraine, situés entre contrat privé et souveraineté de l'État. On a constaté que le déclin quantitatif des protocoles financiers internationaux et de l'emprunt bancaire est contrebalancé par une levée de fonds massive sur le marché financier. L'évolution de ces supports du financement souverain est au cœur de la crise actuelle, tant en raison du droit applicable que des opérateurs impliqués dans la gestion des dettes souveraines.

Ce que l'on a pu observer dans ce premier titre concernant les aspects juridiques du cadre de la gestion des dettes souveraines sont résumés dans le tableau suivant :

DEVELOPPEMENT DU SYSTEME D'ENDETTEMENT DES ÉTATS						
	Outils d'endettement / innovations	Crises d'endettement	Coopération financière internationale	Institutions financières internationales	Régulation	Philosophie économique dominante
1870-1914 : Âge d'or	Développement des obligations	Fréquentes Exemple : Argentine 1890	Bilatérale	Aucune	Autorégulation	Mercantilisme Laissez-faire
1914-1944 : Entre guerres	Emprunts de guerre	Constantes : Première guerre mondiale, Grande dépression, Seconde guerre mondiale	Royaume-Uni/États-Unis	Banque des règlements internationaux (1930)	Restrictions nationales	Protectionnisme Nationalisation
1944-1973 : Bretton Woods	Euro-marchés	Peu fréquentes	Système de Bretton Woods, Comité de Bâle	Club de Paris Plan Marshall	Contrôle national	Capitalisme c. communisme État contre marché Keynes contre Marx
1973-1982 : Crises pétrolières	Pétrodollars Prêts bancaires syndiqués	Suite aux chocs pétroliers : Herstatt	CE G10 Comité de Bâle	Banques régionales de développement	Intervention de l'État	
1982-1993 : Marchés financiers internationaux	Titrisation	Surendettement des pays en développement	G5 CE	CE Institutions financières internationales	Régulation prudentielle : Bâle I Dérégulation	Monétarisme Consensus de Washington Libéralisation Privatisation Loi du marché
1993-2008 : Marchés financiers globalisés	Dérivés de crédits	Marchés émergents Crises financières Crise des dettes souveraines dans les pays en développement		BERD, OMC Union européenne Institutions financières internationales Forum de stabilité financière	Régulation fondée sur le risque Libéralisation Infrastructure juridique Bâle II	Intégration Consensus de Washington Impact des institutions
2008-2015 : post-crise	Intégration de clauses d'action collective	Crise des dettes souveraines en Europe	G20 Système européen de banques centrales	Institutions financières internationales, en particulier le FMI	Bâle III Débats au sein des organisations internationales	Opposition des fora internationaux : Assemblée générale de l'ONU contre institutions financières internationales

Source : Tableau adapté de l'ouvrage de Douglas W. ARNER⁴⁴⁵.

⁴⁴⁵ Douglas W. ARNER, *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007, p. 66.

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

Cette première partie a posé les fondements de l'organisation et du fonctionnement des dettes souveraines. La consolidation de l'utilisation de titres obligataires implique un changement profond du droit structurant cette activité des États : les contrats de droit privés sont au cœur de l'endettement souverain. Les clauses des titres de dette ne sont plus négociés comme l'étaient les protocoles bilatéraux internationaux. Le changement du contexte financier bouleverse l'application du droit qui n'est plus seulement interne ou international, mais financier et adapté aux finalités des marchés.

L'étude de l'endettement souverain démontre que tous les phénomènes sont intimement liés autour d'une nouvelle réalité qui place les banquiers, les économistes et des juristes au cœur des décisions stratégiques de l'État : leur pouvoir de conseil est lourd de conséquences⁴⁴⁶. Les difficultés techniques que posent le droit des contrats de dette et de dérivés ainsi que les méthodes de régulation des opérateurs sur les marchés sont dépendantes de la volonté politique qui permet d'imposer des solutions – ou de bloquer leur mise en place.

De cette démonstration, nous voyons émerger une nouvelle problématique : celle de savoir si les pouvoirs publics peuvent se donner les moyens juridiques de résoudre les problèmes posés par la financiarisation et la privatisation de l'endettement souverain. Même si l'intervention publique ne permettra pas, par le biais de « bricolages » réglementaires, de stabiliser définitivement les marchés, elle est essentielle pour redéfinir les contrats de dette avec des clauses claires et des définitions communes, pour réguler les comités de détermination des événements de crédit des CDS, pour fixer des standards comptables assurant une transparence et une information

⁴⁴⁶ Charles-Albert MICHALET, « La dimension monétaire et financière du capitalisme mondial », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 653-677.

effective. Ces mesures sont autant indispensables que les plans de rééchelonnement puisqu'elles saisissent le phénomène de l'endettement souverain dans son entièreté.

Plus encore, nous considérons que les États sont tenus à présent d'impulser un changement du paradigme de l'endettement souverain. Depuis 2008, cette idée s'est progressivement concrétisée au sein de plusieurs fora internationaux et continue de mobiliser la communauté internationale. C'est ce que nous verrons dans la seconde partie de cette étude.

DEUXIEME PARTIE. LA PUBLICISATION DE LA GESTION DES DETTES SOUVERAINES

La première partie de cette étude a mis en lumière le fait que les déséquilibres financiers et monétaires sont à l'origine d'un fonctionnement défaillant du financement souverain. Certains de ces déséquilibres proviennent des défaillances du marché. Celles-ci s'expliquent en partie par une réglementation inadaptée mais aussi par une surveillance macro-prudentielle déficiente. Nous partons du principe qu'une réglementation adaptée reste nécessaire pour stabiliser le système financier⁴⁴⁷, même s'il ne s'agit pas de résoudre toute crise à venir. Nous restons dans une obligation de moyens dont la mise en place revient aux États.

La thématique des dettes souveraines se présente comme une inversion du public et du privé qui laisserait peu de place à la régulation de l'État⁴⁴⁸. Pourtant, les exemples de coopération entre public et privé sont nombreux. On peut citer le domaine de la propriété intellectuelle ou les règles prudentielles du Comité de Bâle⁴⁴⁹. Dans la sphère des droits de l'homme, des systèmes juridiques sont créés par les États à partir de fondements privés. Dans le cas des assurances maritimes ou de l'accès à internet, ce sont les opérateurs privés qui sont à l'origine de la régulation sous le contrôle des États. Il est donc possible pour les États et les acteurs privés de partager la définition, la mise en place et le suivi de normes et de règles.

Or, la quantité de normes internationales destinées à encadrer et gérer l'endettement des États est inversement proportionnelle à l'enjeu que représente le financement public international. Sans aller jusqu'à parler d'un droit souverain

⁴⁴⁷ LAROSIERE, « The High-Level Group Report on Financial Supervision in the EU », Bruxelles, 2009*op. cit.*, p. 16.

⁴⁴⁸ Horatia Muir WATT, « Conclusion générale », in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, ed. by Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J., 2011, pp. 271-275.

⁴⁴⁹ Daphné JOSSELIN, « Regime Interplay in Public-Private Governance: Taking Stock of the Relationship Between the Paris Club and Private Creditors Between 1982 and 2005 », *Global Governance*, 2009, 15, pp. 521-538.

unilatéral de ne pas payer ses dettes⁴⁵⁰, le fait que les États ne parviennent pas à élaborer une réglementation commune, ou qu'ils s'y opposent, est au cœur du débat sur la publicisation de la gestion des dettes souveraines. Depuis la dernière crise financière, une réflexion sur les institutions et le rôle du droit international est engagée pour repenser la dette et la place du politique⁴⁵¹, voire pour assister à l'émergence d'un nouvel ordre public de la dette souveraine⁴⁵². Si les initiatives sont majoritairement nationales, une intégration progressive de standards permettrait l'émergence d'un ordre public de la dette souveraine destiné à protéger les intérêts financiers des États et des organisations internationales. Même si aucune architecture idéale n'existe dans un tel système complexe, le fonctionnement des mécanismes de concertation et la pertinence des outils juridiques à disposition permettraient d'arriver à un équilibre. Celui-ci nécessite d'être constamment adapté à la réalité et aux négociations permanentes entre les opérateurs.

Les emprunteurs souverains faisant face à une situation financière critique se meuvent dans un univers juridique souple : ils peuvent utiliser un mélange de ressources publiques, privées, juridiques et politiques. L'objectif de cette seconde partie est d'étudier les mécanismes de résolution de l'endettement souverain existant et d'en identifier les modalités de traitement. En cas de défaut souverain, deux approches sont classiquement proposées en matière de gestion et de restructuration de dette depuis la fin des années 1970.

La première est l'approche verticale qui consiste à renégocier, restructurer et rééchelonner la dette, souvent bilatérale, sous les auspices des États créanciers, d'un forum *ad hoc* tel le Club de Paris ou d'une institution financière internationale tel le FMI (**TITRE I**). La seconde est l'approche horizontale qui favorise une coopération interétatique au sein de différents fora œuvrant pour l'instauration de standards et la mise en place de « *statutory rules* » (**TITRE II**).

Les solutions contractuelles sont privilégiées par les clubs informels et par le recours à l'arbitrage (**Chapitre 5**). La Banque mondiale et le FMI favorisent une

⁴⁵⁰ Georges RIPERT, « Le droit de ne pas payer ses dettes », *Revue hebdomadaire de jurisprudence*, 1936.

⁴⁵¹ Claude GIRAUD, *De la dette comme principe de société*, Paris, L'Harmattan, Logiques sociales, 2009, p. 267.

⁴⁵² BISMUTH, « L'émergence d'un "ordre public de la dette souveraine" pour et par le contrat d'emprunt souverain ? Quelques réflexions inspirées par une actualité très mouvementée », *Annuaire Français de Droit International*, 2012, LVIII, pp. 489-513.

approche globale de la dette (**Chapitre 6**) qui a permis l'émergence de propositions d'encadrement international (**Chapitre 7**). C'est à partir de cet ensemble que se développe un droit international économique de l'endettement souverain (**Chapitre 8**).

TITRE I. L'ENCADREMENT INSTITUTIONNEL DES INSTRUMENTS CONTRACTUELS

Selon l'approche verticale, le règlement d'un défaut souverain peut prendre deux formes. La première est contractuelle et repose sur la rencontre et la négociation d'un plan de restructuration de la dette entre l'État débiteur et ses créanciers. Ce plan est issu d'un accord de tous ou d'une majorité de créanciers. Nous analyserons le développement des dispositifs contractuels de traitement collectif au sein des entités les plus connues, les Clubs de Paris et de Londres. La seconde est judiciaire : les créanciers s'adressent aux tribunaux pour demander le paiement de leur dû au titre du contrat d'émission. Cette stratégie a généré une jurisprudence foisonnante examinant les conditions de poursuite d'un État et de saisie de ses biens.

En partant de cette gestion *ad hoc* des dettes souveraines prises en charge par des clubs informels et des tribunaux, nous verrons que depuis la dernière crise, le débat s'est orienté vers l'introduction des clauses d'action collective pour faciliter la mise en place du traitement collectif et éviter les poursuites judiciaires (**Chapitre 5**).

Néanmoins, nous envisagerons pourquoi ces renégociations ne permettent pas un traitement global du défaut souverain, puisque les créanciers ne cherchent qu'à récupérer leur investissement. C'est pourquoi nous aborderons les initiatives de gestion publique : depuis la fin des années 1990, le rééchelonnement sous l'auspice des institutions financières internationales vise à développer des outils juridiques facilitant la restructuration de la dette avec l'accord d'une majorité des créanciers. Le traitement de la dette souveraine s'y effectue par et pour les bailleurs publics et privés (**Chapitre 6**).

CHAPITRE 5. LE CHOIX DE DISPOSITIFS CONTRACTUELS DE TRAITEMENT DES DETTES

Dans ce chapitre, nous développerons les dispositifs contractuels développés pour restructurer les dettes. Par restructuration de la dette, on entend un accord entre un pays débiteur et ses bailleurs de fonds extérieurs visant un allègement pour atteindre un niveau viable. Cette restructuration peut prendre la forme d'un réaménagement si les créanciers modifient de manière officielle les conditions de remboursement établies. Ce réaménagement peut prendre plusieurs formes : la remise de dette, le rééchelonnement, le report des échéances ou le refinancement. En la matière, les problèmes juridiques rencontrés par les créanciers sont multiples, d'autant plus qu'il n'existe aucune définition commune de la notion de défaut, ni de loi automatique applicable à une situation de défaut reconnue, ni de droits identiques entre créanciers contenus dans les contrats d'émission.

Nous aborderons dans un premier temps les outils destinés à faciliter la renégociation. Il s'agit d'insérer des clauses spécialement destinées à cet effet. Ce choix contractuel ne va pas de soi. D'une manière générale, tout changement est souvent considéré par les investisseurs comme contreproductif ou incitatif, les débiteurs profitant de ces dispositions contractuelles pour renégocier et réduire la charge de leur dette. Cette réticence sous-jacente révèle l'état d'inertie des opérateurs privés en matière de réforme, alors que le rééchelonnement de la dette peut s'avérer être la solution nécessaire pour permettre à un État de sortir d'une situation non viable. Tout étant à définir, la restructuration de la dette s'effectue au sein de fora *ad hoc* conçus spécifiquement pour gérer certains types de dettes (**Section 1**).

Dans un second temps, nous approcherons une partie de la question du contentieux des dettes souveraines. Même en cas de négociation, l'unanimité étant généralement impossible à obtenir, certains créanciers peuvent suivre la voie judiciaire. C'est dans cette optique que des clauses d'action collective ont été intégrées dans les contrats d'émission : elles visent à s'assurer qu'une majorité qualifiée de créanciers sera contractuellement rassemblée afin d'encadrer toute stratégie nuisible aux négociations des traitements collectifs (**Section 2**).

Section 1. Des fora *ad hoc* de restructuration pour un traitement collectif

L'action collective est au centre de toute restructuration de dette réussie. Avec l'approche contractuelle, les créanciers et l'État débiteur s'accordent sur un plan. Les fora de négociation pour la restructuration diffèrent selon qu'il s'agisse de créanciers publics ou privés (I.). La restructuration en cours en Grèce, sous l'égide de la Troïka, prouve que ce dispositif contractuel de traitement est toujours en vigueur grâce à sa flexibilité (II.).

I. L'expérience des plans de restructuration des Clubs de Paris et de Londres

Parmi les mécanismes qui facilitent la restructuration en supervisant et organisant la négociation entre l'État débiteur et les créanciers se trouvent le Club de Paris et le Club de Londres. Le premier, fonctionnant depuis 1956, est une structure informelle abritée par le ministère de l'Economie français et qui réunit les membres de l'OCDE et d'autres États créanciers (A.). Le second désigne à partir de 1976 les réunions *ad hoc* des banques privées créancières des États (B.).

A. *Le Club de Paris, de la restructuration à la réduction de la dette*

Le Club de Paris est un forum de restructuration de la dette souveraine. Son existence entérine le principe d'un règlement pacifique des dettes posé en 1907 avec la Convention Drago-Porter sur la limitation de l'emploi de la force pour le recouvrement des dettes contractuelles⁴⁵³. C'est au milieu des années 1950 qu'apparut le premier club de renégociation de dettes commerciales à La Haye : le Brésil négociait le réaménagement de sa dette avec l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Il faisait face à des difficultés de remboursement, en partie dues à la chute de ses recettes d'exportation de café. Le Royaume-Uni envisageait de lui accorder un nouveau prêt. Cette décision s'inscrivait dans le contexte de compétition commerciale pour les marchés en Amérique latine. Un tel prêt s'apparentait en fait à une aide financière en échange de la conservation de parts de marché. En juillet 1955, les trois créanciers

⁴⁵³ Voir Chapitre 1, p. 40 et suiv. Conformément à cette Convention, en cas de différend sur une dette contractuelle entre deux États, le créancier doit proposer au débiteur un arbitrage pour le règlement de ce différend. C'est seulement dans le cas où ce dernier, tacitement ou expressément, refuse cet arbitrage, que le créancier pourra recourir à la force armée (article 1).

conclurent un accord pour solder progressivement la dette commerciale brésilienne⁴⁵⁴. Suite à la réussite de cette négociation, l'Argentine déposa à son tour une requête de réaménagement de sa dette à ses créanciers européens : le « Club de Paris » était formé⁴⁵⁵.

Solution pragmatique pour régler les différends relatifs aux dettes souveraines, le Club de Paris rassemble les États créanciers au sein d'un ensemble de nature internationale qui ne présente pas les caractéristiques d'une organisation intergouvernementale. En effet, il n'existe aucune charte constitutive ou texte encadrant la création ou le fonctionnement de ce groupe qui ne possède pas non plus de personnalité juridique⁴⁵⁶. Il s'agit d'un club informel qui échappe à l'ordre juridique international. En soit, il constitue un paradoxe juridique. D'un côté, les États créanciers réaffirment le principe *pacta sunt servanda* selon lequel « *tout traité en vigueur lie les parties et doit être exécuté par elles de bonne foi* »⁴⁵⁷. De l'autre, en acceptant de renégocier une dette, ils renoncent à la fois à ce principe contractuel, tout comme à leur droit de recourir à la justice pour réclamer le paiement de ladite créance.

Quant aux États débiteurs, la renégociation implique le renoncement à la clause *rebus sic standibus*⁴⁵⁸. Ils ne peuvent plus se prévaloir de l'article 50 de la Convention de Vienne de 1969 relatif à la corruption d'un représentant d'État⁴⁵⁹. Ils renoncent à invoquer la nullité du traité et de la dette contractuelle. Signés entre États, les prêts bilatéraux de financement constituent des traités mais ils ne sont pas soumis au droit international : les États débiteurs signent un contrat de rééchelonnement de la dette qui supprime le contrat de prêt initial. Ainsi, le recours au Club de Paris écarte l'application

⁴⁵⁴ Christina HOLMGREN, *La renégociation multilatérale des dettes : le Club de Paris au regard du droit international*, Bruxelles, Bruylant, 1998, pp. 58-61.

⁴⁵⁵ Henry J. BITTERMANN, *The Refunding of international debt*, Durham N.C., Duke University Press, 1973, p. 112.

⁴⁵⁶ Depuis 2003, le Club de Paris communique sur son site internet et dépasse sa culture du secret : des informations sur les conditions, la participation et le résultat de chaque négociation sont publiées, mais pas les procès-verbaux de fin de négociation. On remarquera que cette transparence commence au moment où le Club de Paris est sensiblement moins actif en matière de restructuration de la dette.

⁴⁵⁷ Partie III, section 1, article 26 de la Convention de Vienne du 23 mai 1969.

⁴⁵⁸ Selon cette clause, un changement fondamental de circonstances peut entraîner l'invalidité totale ou partielle d'un traité : Partie V, section 3, article 62 et partie V, section 1, article 44 de la Convention de Vienne du 23 mai 1969.

⁴⁵⁹ « *Si l'expression du consentement d'un État à être lié par un traité a été obtenue au moyen de la corruption de son représentant par l'action directe ou indirecte d'un autre État ayant participé à la négociation, l'État peut invoquer cette corruption comme viciant son consentement à être lié par le traité.* » Partie V, section 2, article 50 de la Convention de Vienne du 23 mai 1969.

du droit international classique, alors même que se développe un corps de normes, règles et procédures au sein de ce même Club, codifiées dès le début des années 1980.

L'objectif est de regrouper le maximum d'États créanciers pour renégocier ensemble les modalités de recouvrement des États débiteurs, et ce en dehors de tout cadre institutionnel. Ce système *ad hoc* de renégociation de la dette souveraine repose sur six principes : la solidarité des créanciers, la comparabilité de traitement, la conditionnalité, le consensus, la décision au cas par cas et le partage d'informations⁴⁶⁰.

La solidarité et la comparabilité de traitement concernent les États créanciers et non les États débiteurs qui ne sont pas organisés en groupe⁴⁶¹. Le traitement comparatif implique que les débiteurs soient traités de la même manière par leurs créanciers, à l'exception des institutions financières multilatérales dont la dette est réputée prioritaire, et les détenteurs d'obligations considérés comme des créanciers inférieurs. Conformément à la règle de la conditionnalité, l'État débiteur doit préalablement avoir conclu un accord avec le Fonds monétaire international pour pouvoir s'adresser au Club de Paris. La règle du consensus implique que pendant les réunions, les différents acteurs cherchent à parvenir à un accord de rééchelonnement de la dette sans qu'aucune contrainte ne soit mise en œuvre. Tout s'effectue à la discrétion du Club, ce qui permet un contrôle politique sur les débiteurs, renforcé par la surveillance du FMI à travers l'accord de confirmation⁴⁶².

Depuis la définition des premières modalités de réduction de la valeur nette de la dette en 1994, le Club de Paris est passé d'une logique de pure restructuration à une logique de réduction de la dette⁴⁶³. L'évolution des termes de traitement au fil des années⁴⁶⁴ lui a permis de progressivement élaborer un éventail d'options utilisées au cas

⁴⁶⁰ Voir les six principes du Club de Paris disponible sur le site internet <http://www.clubdeparis.org/>.

⁴⁶¹ La seule tentative d'organisation est le « Consensus de Carthagène » à la fin des années 1980 à l'initiative de onze États latino-américains sous l'impulsion de l'Uruguay. L'initiative échoua car les plus grands États ne souhaitaient pas diminuer leur potentiel de négociation en intégrant un groupe.

⁴⁶² Loïc GRARD, « Le club de paris et les dettes publiques des Etats », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 197-254.

⁴⁶³ Thomas M. CALLAGHY, « Innovation in the Sovereign debt regime : from the Paris club to enhanced HIPC and beyond », Washington, D.C., World Bank, 2002.

⁴⁶⁴ On compte à ce jour quatre catégories prédéfinies de traitement, classées par ordre croissant de concessionnalité : 1) les termes classiques ; 2) les termes de Houston, destinés aux pays fortement endettés à revenu intermédiaire de la tranche inférieure ; 3) les termes de Naples, pour les pays pauvres fortement endettés ; et 4) les termes de Cologne pour les pays éligibles à l'initiative PPTE.

par cas⁴⁶⁵. Ce traitement sur mesure de la dette a été consolidé dès le lancement en 1996 de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) sous les auspices du FMI et de la Banque mondiale afin de regrouper l'ensemble des acteurs financiers internationaux pour gérer la question de la dette extérieure de certains États surendettés. Ce programme, renforcé successivement en 1999 et en 2003 avec l'approche d'Evian pour les États non PPTE, vise à assurer une dette soutenable à long terme par le biais d'une analyse pluri-institutionnelle fondée sur l'étude de viabilité de la dette du FMI et de la Banque mondiale⁴⁶⁶. C'est suite à ce travail que les créanciers du Club de Paris choisissent entre un traitement prédéfini ou l'application de mesures au cas par cas⁴⁶⁷.

Ainsi, le Club de Paris constitue une entité à part en matière de restructuration de dette souveraine⁴⁶⁸. Les normes applicables à la gestion de la dette publique sont directement inspirées de la pratique de celui-ci. Cependant, aucun consensus international n'a été obtenu pour créer et perpétuer ce club qui ne rassemble que certains États créanciers et ignore les États débiteurs. Cette dichotomie renforce le fait que ce club ne constitue pas une institution de gestion de la dette puisqu'il n'existe aucune proposition de résolution globale du problème du surendettement. Ses standards de traitement ont évolué face aux critiques⁴⁶⁹, tout comme les négociations dans la mesure où certains États prêteurs sont d'anciens États débiteurs⁴⁷⁰, il reste que la gestion de la dette issue de la pratique des créanciers réunis au sein du Club de Paris s'apparente à une agence interétatique de recouvrement. Ce mécanisme *ad hoc* souffre d'une carence de vision globale⁴⁷¹, renforcée par le rappel du caractère exceptionnel de

⁴⁶⁵ FORTEAU, *op.cit.*, « Le défaut souverain en droit international public : les instruments de droit international public pour remédier à l'insolvabilité des états », in *Insolvabilité des états et dettes souveraines*, ed. by AUDIT, Paris, LGDJ, 2011, pp. 209-232.

⁴⁶⁶ Thomas A. DUVALL, « Debt Relief for Low-Income Countries », in *Sovereign Debt Management*, ed. by Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 69-84. Voir Chapitre 6, p. 184 et suiv.

⁴⁶⁷ Fin 2013, les créanciers du Club de Paris ont accordé des traitements de dette dans le cadre de l'approche d'Evian à quatorze États : Antigua-et-Barbuda (2010), Djibouti (2008), Gabon (2004), Géorgie (2004), Grenade (2006), Irak (2004), Kenya (2004), République Dominicaine (2004 et 2005), République Kirghize (2005), Moldavie (2006), Birmanie (2013), Nigéria (2005), Saint-Christophe-et-Niévès (2012) et les Seychelles (2009). Voir rapport annuel du Club de PARIS, « Rapport annuel d'activité », Paris, Club de Paris, 2013, *op. cit.*

⁴⁶⁸ Selon l'expression de la Directrice générale du FMI Christine Lagarde, le Club de Paris est « *le seul forum organisé mondial qui assure une coordination entre créanciers bilatéraux officiels en matière de restructuration de dette souveraine* ».

⁴⁶⁹ Le Club de Paris a été qualifié de « Goulag-sur-Seine » en raison de l'imposition de ses conditions : « Club de Paris Comes Under Attack », Euromoney, FMI/WB Annual Meeting, Issue 2000, pp. 56-61.

⁴⁷⁰ Il s'agit de la Russie, actuellement membre permanent, et du Brésil, participant *ad hoc*.

⁴⁷¹ Les rapports de la CNUCED dès 2001 et les derniers débats à l'ONU soulignent l'absence de vision globale : voir CNUCED, « Actes de la troisième conférence interrégionale sur la gestion de la dette »,

chaque renégociation, en dépit des efforts de mise en commun des informations et des outils de mesure⁴⁷².

B. Les comités bancaires de restructuration : le Club de Londres

L'équivalent privé du Club de Paris est le Club de Londres⁴⁷³. Constitué à partir de 1975, il renvoie aux négociations entre banques commerciales et États débiteurs. Tout comme le Club de Paris, il est issu de la pratique. C'est avec la crise de la dette des années 1980 que les restructurations de prêts bancaires se sont multipliées. En 1976, le Zaïre (actuelle République démocratique du Congo) et le Pérou ont été les premiers grands débiteurs à renégocier leur dette bancaire en raison de l'augmentation du prix du pétrole. En 1977, ils furent suivis par la Turquie et le Soudan, et en 1981 par la Pologne.

Contrairement au Club de Paris, il n'existe aucun secrétariat ou statut de membre de ce club des banques commerciales : il s'agit concrètement de comités bancaires créés de manière *ad hoc* qui rassemblent les représentants des banques exposées à des débiteurs souverains en défaut. Cette absence de secrétariat pouvant conserver des traces de l'activité complique la compilation d'informations. Il est néanmoins possible de distinguer plusieurs éléments caractéristiques du Club de Londres. Dans les négociations, les banques commerciales s'organisent en syndicat⁴⁷⁴ : c'est généralement la banque la plus exposée à l'État débiteur qui organise et préside le comité consultatif. Suivant la règle du traitement équitable, chaque banque participe à la restructuration de la dette proportionnellement à son degré d'exposition. Même si aucun banquier n'est en accord sur les principes centraux des restructurations car chaque négociation est particulière, les principes du cas par cas, du volontariat et des solutions fondées sur le marché (« *market-based* ») sont toujours appliqués. Les règles de la conditionnalité incluent généralement un accord du débiteur avec le FMI avant toute

Genève, 3-6 décembre 2001 ; Assemblée générale des Nations Unies, « Proposal for Sovereign Debt Restructuring Framework among 6 Draft Texts Approved by Second Committee », 69^e session, 5 décembre 2014.

⁴⁷² Pour des exemples de restructuration, voir : Udaibir S. DAS, Michael G. PAPAIOANNOU, Christoph TREBESCH, « Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts », International Monetary Fund, 2012.

⁴⁷³ L'origine de ce terme reste peu claire. Le terme semble avoir été utilisé pour la première fois par la presse financière en 1980 qui y faisait référence en raison des réunions à Londres, du choix du droit anglais dans les euro-crédits et l'utilisation du LIBOR pour la référence au taux d'intérêt. Pourtant, New York était tout autant le siège de multiples négociations entre les États débiteurs et les banques commerciales créancières.

⁴⁷⁴ Voir le fonctionnement des syndicats bancaires au Chapitre 2.

négociation avec les créanciers privés. Par ce biais, progressivement, un régime privé fondé sur des règles et procédures cohérentes a donc émergé pour guider les restructurations et stabiliser les comportements des acteurs impliqués dans les négociations.

Le traitement au cas par cas est au centre de toutes les négociations avec les États débiteurs, quel que soit le forum. La notion de participation volontaire signifie que les termes de la restructuration sont négociés entre les banques et l'État débiteur jusqu'à ce qu'un accord mutuel soit conclu. Il ne s'agit donc pas d'une volonté unilatérale de la part des créanciers d'accéder à un allègement de la dette. Dans un contexte commercial, les créanciers envisagent uniquement une négociation sur leurs avoirs contractuels quand l'alternative s'offrant à eux est, soit de ne pas être payé du tout, soit obtenir certains avantages comme des liquidités ou du collatéral⁴⁷⁵.

L'approche fondée sur le marché signifie que la solution trouvée est flexible, pragmatique et apolitique. Les termes de remboursement sont indexés sur les capacités de paiement du débiteur et un nouveau prêt est généralement accordé. Conformément à la notion de conditionnalité, les débiteurs doivent chercher à obtenir un accord avec le FMI avant négociation auprès du Club de Londres. Néanmoins, les négociations bancaires peuvent aboutir avant que l'État n'ait obtenu l'accord du Fonds afin que les arriérés de paiement soient rapidement remboursés. Un défaut imminent n'est pas une condition préalable à la renégociation.

Procéduralement, la présence des avocats autour de la table des négociations est fondamentale car ils rédigent les nouveaux contrats. Lorsque les négociations convergent vers une version, tous les participants sont invités à y répondre de manière positive. Si certaines banques sont récalcitrantes, les autres peuvent les inviter à revoir leur position. Pour les montants moindres, l'État peut rembourser par un nouveau prêt pour faciliter l'accord final. L'équilibre général du nouveau contrat repose sur la coopération poussée avec les institutions internationales comme le FMI et le Club de Paris. Les négociations du Club de Londres reflètent néanmoins des objectifs spécifiques aux banques commerciales : la recherche du profit et la gestion du risque, et

⁴⁷⁵ Pour les créanciers privés, une renégociation est imposée lorsque des entités officielles comme le FMI ou la Banque mondiale s'interposent ou lorsque l'État débiteur les met face à une proposition à prendre ou à laisser.

non la politique étrangère, le développement économique ou la stabilité régionale qui peuvent dominer les objectifs des États membres du Club de Paris.

Le Club de Paris et le Club de Londres ont émergé en réponse à des difficultés similaires et présentent des analogies procédurales. La règle de la conditionnalité par exemple permet d'inclure le FMI au centre de la restructuration. Le traitement de la dette souveraine au sein de ces fora peut être considéré comme une sorte de loi de réorganisation souveraine *in statu nascendi*. Cependant, ces procédures de restructuration de la dette s'apparentent à des mesures exceptionnelles et ne peuvent être utilisées comme mécanisme permanent. Le Club de Paris et le Club de Londres ne s'engagent pas dans le sens d'une *opinio juris* destinée à définir les formes de réorganisation de la dette. Plus encore, les créanciers officiels et privés partagent la même réticence à la mise en place d'un mécanisme statutaire de restructuration de la dette souveraine qui pourrait inscrire la doctrine de la dette odieuse en droit international public⁴⁷⁶. Ces dernières années, ces clubs ont perdu de leur importance. Le recours aux prêts bancaires étant dorénavant moindre, ce sont les restructurations d'obligations qui sont à présent au cœur du problème, ce qui fait dire que le Club de Londres originel a disparu à la fin des années 1990. On est en effet passé d'un groupe homogène de créanciers partageant des objectifs communs à une fragmentation des intérêts des détenteurs d'obligations. Ainsi les fonds d'investissements, les fonds de pension ou les compagnies d'assurance restent plus intéressés par des gains immédiats et n'hésitent pas à agir en conséquence pour maximiser leurs investissements, comme l'illustrent les stratégies des fonds vautours.

Dans le cadre des propositions de réforme s'est présentée l'idée d'ouvrir cette pratique des clubs et d'en faire des forums plus ouverts. Créer un forum de la dette souveraine pour fournir un lieu indépendant dans lequel les créanciers et les débiteurs peuvent se rencontrer régulièrement pour discuter volontairement des difficultés relatives à la dette souveraine⁴⁷⁷. Un tel forum assurerait également un travail de recherche et de réforme continue sur les questions de la dette souveraine de sorte que l'amélioration du système ne serait pas redevable de mesures prises suite à une crise, comme ce fut le cas en 2003 et à nouveau en 2010. Un tel forum fournirait un

⁴⁷⁶ Anna GELPERN, « What Iraq and Argentina Might Learn from Each Other », *Chicago Journal of International Law*, 2005, 6, pp. 391-414.

⁴⁷⁷ Richard GITLIN, Brett HOUSE, « A blueprint for a Sovereign Debt Forum », 2014.

engagement actif dans les traitements de la dette par de nouveaux créanciers et le secteur privé, plutôt que d'attendre une mise en œuvre comparable dans les procédés conventionnels.

Le pragmatisme des clubs se retrouve dans la question du partage de la dette (« *burden sharing* »). Dans la pratique commerciale, tous les créanciers contribuent au partage des pertes⁴⁷⁸, mais pas de la même manière puisque les créanciers sont hiérarchisés. Cette différence de traitement est issue à la fois de pratiques historiques et de longues négociations. En matière de restructuration de dette souveraine, la question du traitement favorable n'est pas tranchée et reste très débattue⁴⁷⁹. La dimension politique du traitement des États débiteurs du Club de Paris n'est pas à souligner⁴⁸⁰. Au Club de Londres, loin d'être apolitique, la pratique de la renégociation des comités bancaires est orientée : l'expérience du plan Brady démontre que le gouvernement, pour sauver les banques américaines surexposées, a joué un rôle important dans la prise de décisions et a influencé les stratégies globales de gestion de la crise de la dette adoptées par les institutions financières internationales. Cette même dimension politique se retrouve dans la restructuration grecque, comme nous allons le voir.

II. La restructuration grecque sous l'égide de la Troïka

L'expertise développée par le FMI dans la gestion des crises financières a convaincu la BCE et la Commission de travailler collectivement sous le nom de Troïka. La restructuration de la dette grecque au sein des États membres de la zone euro a permis de poser les bases d'un cadre juridique de restructuration organisé au sein de l'Union européenne (A.) qui met à contribution les créanciers privés (B.) et interroge le statut de créancier privilégié (C.).

⁴⁷⁸ En droit français, on note le changement de terminologie de « *paiement des créanciers* » à « *apurement du passif* » avec une idée de socialisation des risques. Ainsi, « *toute l'histoire du droit des dettes est l'histoire de l'adoucissement progressif des moyens de contrainte du créancier* » selon K.C. *op.cit.*, « Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1923, pp. 344 et suiv.

⁴⁷⁹ Patrick BOLTON, Olivier JEANNE, « Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of Seniority », National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 2005.

⁴⁸⁰ Voir les critiques relatives à l'initiative PPTE : Independend Evaluation GROUP, « Debt Relief for the Poorest: An Evaluation Update of the HIPC Initiative », Washington D.C., World Bank, 2006 ; Leonie F. GUDER, *The Administration of Debt Relief by the International Financial Institutions: A Legal Reconstruction of the HIPC Initiative*, Berlin, Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co. K, 2010, pp. 172-194.

A. Vers l'instauration d'un cadre juridique européen de restructuration

Comme nous l'avons étudié dans le chapitre précédent, la crise grecque a constitué la première crise de dette souveraine européenne au sein d'une économie de marché mature. La restructuration de la dette grecque est la plus importante de l'histoire en termes de volume⁴⁸¹. Juridiquement, celle-ci était constituée non seulement de prêts bancaires mais surtout d'obligations ; les investisseurs n'étaient pas seulement privés et domestiques mais aussi internationaux et institutionnels. La restructuration de la dette grecque s'effectua par le biais de mécanismes *ad hoc* de prêts bilatéraux. Comme le risque de contagion dans la zone euro était très important et que le système bancaire et l'économie mondiale étaient potentiellement menacés, la dette fut gérée par des plans successifs de restructuration, au total trois au moment où nous écrivons ces lignes.

En outre, l'impact sur le système bancaire impliquait de recapitaliser les institutions bancaires⁴⁸². Mais face à l'étendue de la crise, la succession de mesures s'avéra insuffisante pour servir de base permanente à la résolution des difficultés financières de la Grèce d'abord et d'autres États membres de la zone euro ensuite. Nous verrons comment l'évolution de la gestion de la crise de la dette souveraine dans la zone euro amena à l'élaboration d'un cadre juridique propre à la gestion des dettes souveraines.

Suite à l'approbation du premier programme de mesures grec, un mécanisme temporaire de résolution de crises fut établi en mai 2010, composé du mécanisme européen de stabilisation financière⁴⁸³ et de la facilité européenne de stabilité financière⁴⁸⁴. En partant du constat qu'il ne peut, au sein de l'Union, y avoir de

⁴⁸¹ On parle d'un échange de 206 milliards d'euros de titres sur 305 milliards d'euros de dette : Jeromin ZETTELMEYER, Christoph TREBESCH, Mitu GULATI, « The Greek Debt Restructuring: An Autopsy », *Economic Policy*, 2013, 28, pp. 513-563.

⁴⁸² Christoph G. PAULUS, « The Interrelationship of Sovereign Debt and Distressed Banks: A European Perspective », *Texas International Law Journal*, 2014, 49, pp. 201-219.

⁴⁸³ Instauré par le règlement n° 407/2010, le MESF se fonde sur l'article 122(2) du TFUE. Rien dans cet article ne permet d'exclure la crise de la dette de son champ d'application dans la mesure où, lorsque l'assistance est mise en œuvre, le Conseil est capable de montrer que la crise a été causée par des causes exceptionnelles au-delà du contrôle de l'État membre en question. Voir Alberto de Gregorio MERINO, « Legal developments in the Economic and Monetary Union during the debt crisis: The mechanisms of financial assistance », *Common Market Law Review*, 2012, 49 pp. 1613-1645.

⁴⁸⁴ On parle aussi de « fonds européen » pour désigner la FESF, mais ce dispositif n'est pas constitué de sommes déposées sur un compte par les États de la zone euro. Il s'agit d'une possibilité donnée à l'Union européenne de lever des fonds sur le marché via une société anonyme basée au Luxembourg. Voir les statuts : *Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg, Recueil des sociétés et associations*, C – N° 1189, 8 juin 2010, p. 57026.

solidarité sans responsabilité, la discipline budgétaire et le pacte de stabilité et de croissance ont été renforcés avec le *Six Pack*⁴⁸⁵. L'objectif commun était la sauvegarde de la stabilité financière européenne en cas de tensions graves sur les marchés de dette souveraine de la zone euro : on accordait à tout État de la zone en difficultés budgétaires une assistance financière⁴⁸⁶. La pérennisation de ces deux mécanismes, limités au 30 juin 2013, permit de restaurer la confiance des marchés : le traité instituant le mécanisme européen de stabilité entérina le 2 février 2012 ledit mécanisme européen de stabilité. Etablie par ce traité, cette organisation internationale est dotée de la personnalité juridique⁴⁸⁷. Le MES fournit des prêts en émettant des obligations ou en négociant des prêts avec les États membres, les institutions financières internationales ou des tiers⁴⁸⁸. Plus particulièrement, il peut « *emprunter sur les marchés de capitaux auprès des banques, des institutions financières ou d'autres personnes ou institutions* »⁴⁸⁹. Un fonds de réserve reçoit « *le revenu net généré par les opérations du MES et le produit des sanctions financières infligées aux membres* » en déficit excessif⁴⁹⁰. Le MES « conventionnalise » l'expérience de l'assistance financière⁴⁹¹ et offre une structure juridique pour les membres de la zone euro⁴⁹².

Statutairement, tous les États membres de la zone euro sont membres du MES. Pour emprunter auprès de celui-ci, l'État doit respecter deux conditions : il doit faire face à ou être menacé par de sévères problèmes financiers et l'assistance financière accordée doit être indispensable à sauvegarder la stabilité financière de la zone euro

⁴⁸⁵ MARTUCCI, « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, traité instituant le mécanisme européen de stabilité. Le droit international public au secours de l'UEM », *Revue des affaires européennes*, 2012, pp. 717-732.

⁴⁸⁶ L'Irlande et le Portugal en ont bénéficié. A propos du cas de l'Irlande, voir James CROKE, « Chuaigh Ar La - Debt of a Gaelsman: Ireland's Sovereign Debt Crisis, National and International Responses », *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2012, 32, pp. 365-390.

⁴⁸⁷ La base juridique pour l'établissement du traité MES est l'article 136(3) du TFUE, mais ce sont les États membres et non les institutions de l'Union qui peuvent instituer un mécanisme de stabilité, comme le rappelle la CJUE dans l'affaire Pringle contre l'Irlande (CJUE, Ass. plén., 27 novembre 2012, aff. C-370/12). Voir Delphine DERO-BUGNY, Stéphanie FRANCO, Nicolas PETIT, Charlotte LOUSBERG, « Chronique - Cour de justice et Tribunal de l'Union européenne », *Journal du Droit International*, 2013, 2, pp. chron. 4.

⁴⁸⁸ Article 3 du Traité MES : « [...] A cette fin, il est autorisé à lever des fonds en émettant des instruments financiers ou en concluant des accords ou des arrangements financiers ou d'autres accords ou arrangements avec ses membres, des institutions financières ou d'autres tiers. ».

⁴⁸⁹ Article 21 du Traité MES.

⁴⁹⁰ Article 24 du Traité MES.

⁴⁹¹ Régis BISMUTH, « L'assistance financière du FMI aux États membres de la zone euro : de l'inconcevable au conventionnel (ou comment "conventionnaliser" l'inconcevable) », *Revue des affaires européennes*, 2012, 747-758.

⁴⁹² Christoph G. PAULUS, « Should Politics be Replaced by a Legal Proceeding? », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, Oxford, Nomos, C. H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 191-212.

dans son ensemble⁴⁹³. L'aide est tactiquement conditionnée à la ratification du traité sur la stabilité. Différents types d'assistance sont prévus : des lignes de crédit octroyées à titre de précaution⁴⁹⁴, une assistance financière pour la recapitalisation d'institutions financières⁴⁹⁵, des prêts MES⁴⁹⁶, un dispositif d'achat de titres souverains sur le marché primaire⁴⁹⁷ et un dispositif exceptionnel sur le marché secondaire en cas de risque pour la stabilité financière⁴⁹⁸. Cet ensemble pouvant s'apparenter à un financement monétaire des États membres, la légalité de ce nouveau cadre juridique a été discutée⁴⁹⁹. Beaucoup de commentateurs ont surtout regretté que le temps court des marchés ait appelé une réponse rapide du politique, ce qui a entraîné, juridiquement, des risques d'imperfections.

Si le droit de l'Union est tributaire d'un pragmatisme politique et d'un réalisme économique, on peut le dénoncer mais aussi y voir une force d'adaptation, ce qui est un avantage en cas de crises. L'intégration du droit international public au droit de l'Union a apporté une solution pragmatique aux États : l'élaboration d'un cadre juridique d'assistance financière et le renforcement de la discipline budgétaire sont fondés sur des traités de droit international élaborés par les États membres de l'Union⁵⁰⁰. L'apport de la crise de la dette souveraine à l'Union européenne est la mise en place d'outils d'assistance. Plus encore, en cherchant à standardiser les émissions de titres d'État par l'intégration des clauses d'action collective, le traité MES à l'article 12.3 fait un pas

⁴⁹³ Les aspects financiers du fonctionnement du MES ont été largement présentés et commentés sur le site du MES (www.esm.europa.eu). Voir également les rapports n° 4347 et 4348 de l'Assemblée nationale du 14 février 2012 et n° 390 du Sénat du 21 février 2012.

⁴⁹⁴ Article 14 du Traité MES : le but est d'aider l'État dont les conditions économiques sont encore saines à maintenir un accès au financement sur les marchés. Voir *ESM Guideline on precautionary assistance*, art. 1.

⁴⁹⁵ Article 15 du Traité MES : il s'agit d'un prêt à l'État spécifiquement dédié à la recapitalisation des établissements en difficulté. Voir *ESM Guideline on financial assistance for recapitalization*, art. 1.2.

⁴⁹⁶ Article 16 du Traité MES : l'objectif est de se substituer au marché pour l'État qui n'y a plus accès pour se financer à des taux soutenables. Voir *ESM Guideline on loans*, art. 1.

⁴⁹⁷ Article 17 du Traité MES : l'achat de titres s'effectue directement auprès de l'État.

⁴⁹⁸ Article 18 du Traité MES : l'achat de titres s'effectue sur le marché secondaire.

⁴⁹⁹ La ratification du traité MES a été marquée par la décision de la Cour constitutionnelle allemande qui confirme la constitutionnalité du mécanisme, tout comme précédemment avec le MESF et la FESF. Voir Emmanuelle SAULNIER-CASSIA, « Le Traité instituant le mécanisme européen de stabilité et le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Europe, sous contrôles constitutionnels », *Revue trimestrielle de droit européen*, 2013, 1, pp. 160-163.

⁵⁰⁰ MARTUCCI, « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, traité instituant le mécanisme européen de stabilité. Le droit international public au secours de l'UEM », *Revue des affaires européennes*, 2012, pp. 717-732.

vers la gestion commune de la dette européenne⁵⁰¹. Il ne s'agit que d'une première avancée car l'article 125 du TFUE prévoit que ni l'Union ni un État membre ne peut prendre à sa charge les engagements d'un autre État membre : il n'y a pas de « bail-out » possible⁵⁰². Les États répondent seuls de leurs engagements. L'interdiction de la solidarité financière entre États est clairement affirmée⁵⁰³ et l'Union monétaire fonctionne sans solidarité budgétaire⁵⁰⁴.

Pourtant, une solidarité de fait s'installe : la Commission européenne a signé le 19 août un *Memorandum of Understanding* avec la Grèce suite à l'approbation du MES à la mise en place d'un troisième programme d'ajustement économique⁵⁰⁵. Le décaissement de prêt conclu entre les autorités grecques et le MES est conditionné à des engagements précisément définis dans le protocole d'accord. Il s'agit de permettre à l'économie grecque de revenir à une trajectoire de croissance durable.

Face à toutes ces dispositions, on peut s'interroger sur le rôle joué par les créanciers privés dans la restructuration de la dette. Dans le cas grec, les négociations eurent lieu entre créanciers privés sous les auspices d'un comité représentatif, ainsi qu'entre créanciers publics au sein de différentes institutions. La coordination entre ces négociations est délicate, comme en témoignent les bouleversements gouvernementaux grecs : le référendum du 5 juillet 2015 rejetant le plan d'aide à la Grèce suivi de la

⁵⁰¹ Article 12.3 du TMES : « *Des clauses d'action collective figureront, à compter du 1^{er} janvier 2013, dans tous les nouveaux titres d'État d'une maturité supérieure à un an qui seront émis dans la zone euro, de manière à leur assurer un effet juridique identique.* » (nous soulignons).

⁵⁰² Du verbe « *to bail* » (payer la caution), on tire « *bail out* », renflouer, tirer d'affaire, et l'invention « *bail in* » (se sauver soi-même). Voir Jacquillat Bertrand, Levy-Garboua Vivien, *Les 100 mots de la crise de l'euro*, P.U.F. « Que sais-je ? », 2014, pp. 51-64 ; ROUBINI, SETSER, *op.cit.*, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Peterson Institute for International Economics, pp. 119-180.

⁵⁰³ En effet, il est précisé que « 2. *Le Conseil, statuant sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen, peut, au besoin, préciser les définitions pour l'application des interdictions visées aux articles 123 et 124, ainsi qu'au présent article.* ».

⁵⁰⁴ Jean-Marc SOREL, Régis CHEMAIN, *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Actes du colloque du 5 décembre 2012 au Palais Brongniart, Paris, Pedone, 2013, 202p. ; Aurore LAGET-ANNAMAYER, Jean-Marc SOREL, « Le meccano de l'euro: les multiples contraintes d'une monnaie pas comme les autres », *Revue Générale de Droit International Public*, 2013, 117, pp. 833-870.

⁵⁰⁵ Voir le texte disponible sur le site internet de la Commission européenne. L'assistance financière s'effectuera sur la période 2015-2018 et les conditions de décaissement seront actualisées tous les trimestres.

démission du premier ministre Alexis Tsipras le 20 août 2015 et l'organisation d'élections législatives le 20 septembre 2015⁵⁰⁶.

La succession des plans d'aide démontre également une recherche de solution. Si l'approche volontaire fondée sur les marchés s'est avérée plus efficace et appropriée qu'une solution unilatérale imposée, le second package intégrait une participation significative à la fois des créanciers publics mais également du secteur privé à travers un échange de dette.

B. Une mise à contribution inégale des créanciers privés

Lors d'une faillite d'entreprise, les actionnaires perdent leur mise. En cas de défaut souverain, on pratique une décote (« *haircut* ») sur les créances subordonnées. La restructuration de la dette extérieure grecque a mis à contribution les prêteurs et les déposants sous l'intitulé de participation du secteur privé (« *Private Sector Involvement* »). L'implication des créanciers désigne l'action de l'État émetteur d'inviter les détenteurs de titres à négocier de nouvelles conditions⁵⁰⁷. Le traité MES est explicite en terme de participation du secteur privé dans ses considérants⁵⁰⁸ :

« 12) Conformément aux pratiques du FMI, dans des cas exceptionnels, une participation du secteur privé, sous une forme appropriée et proportionnée, sera envisagée dans les cas où un soutien à la stabilité est octroyé, accompagné d'une conditionnalité sous la forme d'un programme d'ajustement macroéconomique. ».

Cette participation est renforcée par l'intégration de clauses d'action collective dans tous les titres de dette souveraine européenne d'une maturité supérieure à un an à partir du 1^{er} janvier 2013.

⁵⁰⁶ Francesco MARTUCCI, « La Grèce et la crise de dette souveraine . - En attendant Godot, allons voir Godeau », *La Semaine Juridique Edition Générale*, 2015, 29, pp. 851-852 ; Florence CHALTIEL, « Le référendum en Grèce et le droit de l'Union », *Les Petites Affiches*, 2015, 149, pp. 8-14.

⁵⁰⁷ A propos de la participation du secteur privé en général, voir : Andy HALDANE, « Private Sector Involvement in Financial Crises: Analytics and Public Policy Approaches », London, Bank of England, 1999 ; Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, « Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005 », Washington D.C., International Monetary Fund, 2005.

⁵⁰⁸ L'article 12(2) de la version originale du traité MES disposait : “[a]n **adequate and proportionate form of private-sector involvement** shall be sought on a case-by-case basis where financial assistance is receive by an ESM Member, in line with IMF practice. The nature and the extent of this involvement shall depend on the outcome of a debt sustainability analysis and shall take due account of the risk of contagion and potential spill-over effects on other Member States of the European Union and third countries.” (nous soulignons).

Cette invitation à négocier pose le problème du créancier récalcitrant se refusant à renégocier. Par chance, la plupart des obligations grecques étaient détenues par des banques et d'autres investisseurs institutionnels⁵⁰⁹ : ils étaient susceptibles de faire pression sur les réfractaires avec leurs régulateurs et gouvernements. Le Comité des créanciers privés de la Grèce⁵¹⁰, qui s'apparente à un Club de Londres moderne, a également influencé les créanciers privés. Pour convaincre les derniers créanciers restants, le gouvernement grec d'un côté menaça de changer la législation en rendant obligatoire l'offre à tous les détenteurs d'obligations soumises au droit grec. De l'autre, un avantage financier leur fut proposé⁵¹¹, associé à des termes juridiques et contractuels qui donnaient aux nouvelles obligations une meilleure chance de survie en cas de nouvelle crise. Les obligations de droit grec devinrent ainsi des obligations de droit anglais. Ces propositions furent acceptées par la majorité des créanciers⁵¹².

La gestion des dettes souveraines implique une coopération public-privé. Plus l'État débiteur reçoit d'aide des bailleurs publics, plus sa capacité à rembourser ses créanciers privés augmente. Parallèlement, plus les concessions des créanciers privés sont importantes, plus légère est la charge de la restructuration pesant sur les créanciers publics. C'est cet équilibre à définir et négocier que l'on retrouve dans les dernières conditions posées par le FMI à l'été 2015 : le Fonds demande un allègement de la dette publique préalablement à toute participation future dans un nouveau plan d'aide⁵¹³.

De fait, les relations entre les créanciers publics et privés dans le régime de restructuration définissent l'avenir du financement de l'État, en particulier en cas de crise financière globale où les ressources sont limitées. Les tensions compliquent la mise en place d'approches collaboratives. De fait, les créanciers privés répondent à des intérêts commerciaux, tandis que les créanciers publics peuvent prendre en considération des dimensions de politique étrangère ou nationale, et par conséquent

⁵⁰⁹ Les grandes banques et les investisseurs institutionnels comptaient pour 60 % des participants.

⁵¹⁰ Créé en novembre 2011, le comité des créanciers privés de la Grèce était codirigé par le directeur général de l'Institut de la finance internationale et un conseiller de BNP Paribas. Voir ZETTELMEYER, TREBESCH, GULATI, « The Greek Debt Restructuring: An Autopsy », *Economic Policy*, 2013, 28, pp. 513-563

⁵¹¹ Il s'agissait du paiement en obligations FESF à hauteur de 15 % de la valeur des anciennes obligations.

⁵¹² La participation finale fut de 97 %.

⁵¹³ Voir IMF, « Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis », Washington D.C., International Monetary Fund, 2015 ; IMF, « Greece: An Update of IMF Staff's Preliminary Public Debt Sustainability Analysis », Washington D.C., International Monetary Fund, 2015.

privilégier des États partenaires. En cas de tension, l'aide de créanciers publics peut être déviée par les débiteurs pour rembourser les créanciers privés⁵¹⁴.

Ainsi, toute renégociation renvoie tacitement à une certaine responsabilité, en particulier en cas de surendettement. Or toute dimension juridique est exclue lorsque la notion de partage de la dette est en cause : l'informalité se substitue à la responsabilité. Pourtant, la responsabilité respective des débiteurs souverains et des prêteurs publics ou privés se pose. Si la responsabilité internationale d'un État débiteur qui s'endette démesurément et délibérément n'est pas mise en cause en droit international, certains États prêteurs ont déjà reconnu officiellement et politiquement la leur et accordé une réparation pour les préjudices occasionnés⁵¹⁵. Pour les prêteurs privés, l'intérêt d'un investissement dans les titres de dette souveraine est d'être remboursé par l'argent public. Pourtant, aucune procédure d'« *accountability* » n'est mise en place lorsqu'ils poursuivent les États pour saisir ses biens. En matière de restructuration, une seule règle de *soft law* fonctionne : arguer du statut de créancier privilégié.

C. L'absence de hiérarchie formelle des créanciers de la dette souveraine

Dans une procédure de liquidation judiciaire, le traitement des créanciers est fonction de leurs sûretés : les créanciers privilégiés seront prioritaires tandis que les créanciers chirographaires seront subalternes. En matière de dette souveraine, sans droit supranational de la restructuration, il n'existe pas de hiérarchie formelle des créanciers⁵¹⁶. La notion de créancier privilégié constitue un oxymore juridique. Pourtant, en se positionnant en prêteur en dernier ressort, les institutions financières internationales bénéficient de fait d'un statut de créancier privilégié⁵¹⁷, alors qu'aucune base juridique soutenue par une règle de droit international ne fonde cette situation. La pratique des États, telle qu'elle existe par exemple au sein du Club de Paris, ne requiert

⁵¹⁴ Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, « Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013.

⁵¹⁵ Par exemple, en octobre 2006, la Norvège a reconnu qu'elle avait accordé certains prêts pour soutenir son industrie en crise et a annulé 80 millions de dollars de créances jugées « illégitimes » envers cinq pays en développement : voir Centre international pour le développement et la solidarité, document de travail, juin 2007, p. 8.

⁵¹⁶ CARREAU, SHAW, *op.cit.*, *La dette extérieure / The External Debt*, Dordrecht/Boston/London, Martinus Nijhoff Publishers, pp. ; GIANSETTO, « Egalité de traitement ou hiérarchie entre créanciers ? », The Hague, Académie de droit international de La Haye, 2013 *op. cit.*

⁵¹⁷ Rafael A. MORALES, « Equality Of Treatment Of Creditors In The Restructuring Of Foreign Debt », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, ; ROUBINI, SETSER, *op.cit.*, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Peterson Institute for International Economics, pp. 249-288.

pas du Fonds monétaire international une participation à la restructuration de la dette ou à son annulation, et les créanciers privés semblent se contenter de l'affirmation d'un statut de créancier privilégié. Le Fonds peut obtenir une priorité en en faisant une condition de son aide⁵¹⁸, et comme la restructuration de la dette au sein du Club de Paris dépend de son approbation, cette disposition n'a jamais été testée juridiquement. Le statut de créancier privilégié des autres organisations financières internationales, comme la Banque mondiale, n'est pas non plus fondé sur des dispositions juridiques, mais sur un accès préférentiel aux devises étrangères en cas d'échange.

En l'absence de mécanisme de restructuration de la dette au niveau européen ou mondial, ou en l'absence de règle générale de droit international dotant certains créanciers d'un statut privilégié, la priorité d'un État membre sur d'autres créanciers peut être obtenue soit par accord entre le débiteur et le créancier⁵¹⁹, soit si ce traitement est unilatéralement accordé par le débiteur⁵²⁰. Le droit international n'empêche pas un État de se mettre d'accord avec un créancier pour qu'il reçoive un traitement privilégié si cette mesure n'est pas prise en violation des droits de tiers.

Le traité MES dispose aux considérants 13 et 14 que les prêts bilatéraux bénéficient d'un statut privilégié, *pari passu* avec les autres créanciers mais un rang en-dessous du Fonds monétaire international⁵²¹. Les États sont reconnus capables de créer de telles obligations unilatérales, comme le déclare la Commission du droit international⁵²² et le rappelle la Cour internationale de justice dans l'affaire des essais

⁵¹⁸ Rutsel Silvestre J. MARTHA, « Preferred Creditor Status under International Law: The Case of the International Monetary Fund », *The International and Comparative Law Quarterly*, 1990, 39, pp. 801-826.

⁵¹⁹ Voir la structure du prêt Young WAIBEL, *op.cit.*, *Sovereign Defaults Before International Courts and Tribunals*, New York, Cambridge University Press, pp. 145 et suiv.

⁵²⁰ MARTHA, « Preferred Creditor Status under International Law: The Case of the International Monetary Fund », *The International and Comparative Law Quarterly*, 1990, 39, pp. 801-826.

⁵²¹ Considérant 13 : « Comme le FMI, le MES fournira un soutien à la stabilité à ceux de ses membres qui ne peuvent plus, ou risquent de ne plus pouvoir, accéder normalement au financement par le marché. C'est pourquoi les chefs d'État ou de gouvernement ont déclaré que **les prêts octroyés par le MES bénéficieront d'un statut de créancier privilégié comme ceux du FMI, tout en acceptant que le FMI soit privilégié par rapport au MES. Ce statut sera effectif à partir de la date d'entrée en vigueur du présent traité. Dans le cas d'une assistance financière du MES accordée sous forme de prêts à la suite d'un programme européen d'assistance financière existant à la date de la signature du présent traité, le MES bénéficie de la même séniorité que celle de tous les autres prêts et obligations du membre du MES bénéficiaire, à l'exception des prêts du FMI.** ».

Considérant 14 : « Les États membres de la zone euro appuieront l'octroi d'un statut de créancier équivalent au MES et aux autres États accordant un prêt bilatéral en coordination avec le MES. ».

⁵²² Voir les « Principes directeurs applicables aux déclarations unilatérales des États susceptibles de créer des obligations juridiques », *Annuaire de la Commission du droit international*, 2006, vol. II(2).

nucléaires⁵²³. Mais cette disposition n'était affirmée que dans les considérants, il faut que l'accord de facilité octroie expressément le statut de créancier privilégié au MES, dans la mesure où le traité ne le fait pas. Vis-à-vis des tiers, cette priorité est complexe, notamment pour les créanciers privés puisque le droit applicable à leurs titres est un droit interne ; par conséquent, intégrer le statut de créancier privilégié pourrait l'être en violation des engagements envers ces créanciers privés. Savoir si le paiement de certains créanciers constitue une violation de la clause *pari passu* a été soulevé dans l'affaire NML Capital contre Argentine comme nous allons le constater.

Section 2. Contentieux privé et clauses contractuelles : un traitement dispersé

Lors d'une restructuration de dette souveraine, les créances privées restent du domaine du droit des contrats internationaux. La sanction du non-respect de la règle de droit, si elle semble éviter soigneusement le recours aux mécanismes juridiques traditionnels de la réparation dans le cadre des créances publiques, existe lorsque les créanciers récalcitrants décident de se tourner vers les tribunaux. Nous étudierons le cas de l'Argentine (I.). Pour que les efforts des plans de restructuration ne soient pas vains, la lutte contre ces fonds vautours s'organise avec l'intégration de clauses de renégociation. La prévention de la résolution des crises des dettes souveraines se concentre sur l'évolution des techniques contractuelles du secteur privé. L'approche contractuelle fondée sur les marchés, doublée de ces clauses de renégociation, vise à faciliter la participation future (II.).

I. Les démêlées procédurales de la République argentine

En suivant les règles procédurales existantes, les fonds vautours font valoir leurs créances devant les tribunaux qui reconnaissent la recevabilité de la plainte. Cette approche, qui n'est pas nouvelle, rencontre néanmoins un succès procédural singulier dans le cadre des créances argentines où la justice étatique et la justice arbitrale offrent

⁵²³ « §46. Il est reconnu que des déclarations revêtant la forme d'actes unilatéraux et concernant des situations de droit ou de fait peuvent avoir pour effet de créer des obligations juridiques. Des déclarations de cette nature peuvent avoir et ont souvent un objet très précis. Quand l'État auteur de la déclaration entend être lié conformément à ces termes, cette intention confère à sa prise de position le caractère d'un engagement juridique, l'État intéressé étant désormais tenu en droit de suivre une ligne de conduite conforme à sa déclaration. Un engagement de cette nature, exprimé publiquement et dans l'intention de se lier, même hors du cadre de négociations internationales, a un effet obligatoire. » Voir *Essais nucléaires (Nouvelle-Zélande c. France)*, arrêt, CIJ Recueil 1974, p. 457.

des perspectives sérieuses de condamnation de l'État (A.). L'interprétation controversée de la clause *pari passu* est en cause (B.).

A. *L'action des créanciers récalcitrants devant les tribunaux*

Suite au défaut de 2001⁵²⁴, l'Argentine a restructuré la majorité de sa dette obligataire. Cependant, les créanciers n'ayant pas participé à la restructuration (« *holdouts* ») ont saisi des tribunaux nationaux et arbitraux pour faire valoir leurs créances. En 2007, des porteurs italiens de titres argentins se sont fédérés pour déposer une requête en arbitrage auprès du CIRDI sur le fondement du traité italo-argentin de protection des investissements de 1990, marquant ainsi le premier contact entre dette souveraine et droit des investissements⁵²⁵. Si l'État argentin venait à être condamné arbitralement, le risque de contamination serait élevé pour les États touchés par la crise financière ayant procédé à des échanges de titres, telle la Grèce⁵²⁶.

Pour les tribunaux nationaux, cette contagion s'est réalisée avec l'affaire NML contre Argentine. Après plusieurs essais infructueux destinés à contourner l'immunité souveraine de l'Argentine en visant des sociétés implantées à l'étranger, le fonds d'investissement NML Capital commença à gagner à New York. L'interprétation de la clause *pari passu* est au cœur du différend⁵²⁷. Il existe des formulations variées de cette clause. L'interprétation traditionnelle de la clause *pari passu* indique qu'il s'agit d'une

⁵²⁴ Affaire *Abaclat et autres c/ Argentine*, CIRDI, ARB/07/5. Voir : Julien CAZAL, « L'arbitrage multipartite devant les tribunaux CIRDI », *Les Cahiers de l'Arbitrage*, 2013, 4, pp. 951-965 ; Sophie LEMAIRE, « Sur la compétence et la recevabilité : l'acquisition de titres d'État constitue un investissement. Une action de masse peut être tranchée par un tribunal CIRDI ; Note sous Centre international de règlement des différends sur l'investissement, décision sur la compétence et la recevabilité, 4 août 2011, *Abaclat et autres contre République d'Argentine* », *Revue de l'Arbitrage*, 2013, 2, pp. 478-487 ; Bruno POULIN, « Restructuration des dettes souveraines et traités bilatéraux de promotion et de protection des investissements ; Note sous *Abaclat and Others v. The Argentine Republic*, affaire CIRDI number ARB/07/05, décision sur la compétence et la recevabilité en date du 4 août 2011 », *Les Cahiers de l'Arbitrage*, 2011, 1059-1068 ; Sébastien MANCIAUX, « Note sous CIRDI, *Abaclat et autres contre Argentine (ARB/07/5)*, décision sur la compétence et la recevabilité, 4 août 2011 », *Journal du Droit International*, 2012, 1, pp. 286-314.

⁵²⁵ La dette obligataire argentine s'élevait à 94 milliards de dollars. Les offres d'échange de février 2005 et juin 2010 ont porté le taux de participation de 76,2 % à 92,6 %. Les créanciers récalcitrants représentent environ 6,2 milliards de dollars d'obligations non échangées, dont l'essentiel est détenu par des fonds procéduriers.

⁵²⁶ Daniella STRIK, « Investment Protection of Sovereign Debt and Its Implications on the Future of Investment Law in the EU », *Journal of International Arbitration*, 2012, Volume 29, pp. 183-204 ; Sophie LEMAIRE, « L'arbitrage d'investissement et la restructuration de dettes souveraines (de l'expérience argentine au cas grec) », *Revue de l'Arbitrage*, 2014, 2014, pp. 53-73.

⁵²⁷ W. M. C. WEIDEMAIER, « Sovereign debt after NML v Argentina », *Capital Markets Law Journal*, 2013, 8, pp. 123-131.

simple provision visant à prévenir toute subordination des créanciers par la loi. Dans l'affaire NML Capital, elle est rédigée en ces termes :

« The Securities will constitute (except as provided in Section 11 below direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank pari passu and without any preference among themselves. The payment obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined in this Agreement) ».

D'autres versions de la clause incluent la notion que les obligations « *will rank at least pari passu in priority of payment* ». L'interprétation de la clause dépend de la rédaction et il n'est pas possible de considérer que toutes les versions de la clause auront le même effet juridique :

« If, in the future, parties intend to bar preferential payment, they may adopt language like that included in the [trust deed]. If they mean only that subsequently issued securities may not explicitly declare subordination of the earlier bonds, they are free to say so ».

La question de droit posée était relative à la signification de la deuxième phrase. Selon l'Argentine, la clause entend fournir une protection contre une subordination juridique ou d'autres discriminations relatives à la hiérarchie en prévenant la création de priorités juridiques par le souverain en faveur de créanciers détenteurs d'une catégorie particulière de dette. Les avocats de NML Capital arguaient que l'Argentine avait de fait subordonné leur rang en remboursant les créanciers qui avaient accepté les conditions de la restructuration de 2005 et 2010 et en ayant mis en place une législation interdisant tout règlement aux créanciers récalcitrants (dite « Lock Law »)⁵²⁸.

La cour fédérale du district Sud de New York a suivi cette interprétation nouvelle de la clause *pari passu* le 23 février 2012⁵²⁹. Elle a estimé que cette seconde phrase impliquait plus qu'une protection formelle, mais qu'elle interdisait à l'Argentine :

« as bond payer, from paying on other bonds without paying on the [defaulted] Bonds. Thus, the two sentences of the Pari Passu Clause protect against different forms of discrimination: the issuance of other

⁵²⁸ L'article 3 de cette loi dispose effectivement : « *Prohibese al Estado nacional efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada, respecto de los bonos a que refiere el artículo 1° de la presente ley* » de la Ley 26.017 « *Deuda pública* », promulguée le 10 février 2005.

⁵²⁹ Order, NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina, No. 08 Civ. 6978 (TPG) (S.D.N.Y. Feb. 23, 2012).

superior debt (first sentence) and the giving of priority to other payment obligations (second sentence) ».

La cour fédérale justifie son raisonnement en s'appuyant sur les différences entre la dette souveraine et la dette d'une entreprise en liquidation judiciaire⁵³⁰. L'Argentine a fait appel de cette décision auprès de la Cour d'appel du Second Circuit, qui a confirmé l'interprétation de la Cour fédérale dans un jugement du 26 octobre 2012, puis le 23 août 2013. La notion de paiement proportionnel (« *ratable payment* ») n'est pas contenue dans le texte et résulte d'une interprétation du juge Thomas Griesa⁵³¹. Néanmoins, le fait que l'Argentine ait voté la « Lock Law » induit un changement dans la hiérarchie des créanciers. La Cour Suprême américaine, refusant d'examiner le litige le 7 octobre 2013 et s'opposa à la révision de la décision de la Cour d'appel fédérale le 16 juin 2014.

Le principal problème juridique qu'a rencontré l'Argentine était que la soumission de ses titres au droit de l'État de New York. Il lui était donc impossible d'en modifier les termes puisqu'aucune cour américaine ne donnerait d'effet à une législation argentine. Elle avait donc le choix entre rembourser entièrement ses créanciers ou refuser de suivre tout jugement obtenu par les créanciers récalcitrants aux États-Unis⁵³². Etant donné qu'une clause de renonciation à l'immunité souveraine est incluse dans ces titres, les jugements américains sont, en principe, susceptibles d'être reconnus et appliqués ailleurs⁵³³. L'Argentine risque donc de voir ses actifs saisis dans toutes les juridictions où les jugements américains peuvent être reconnus⁵³⁴. L'interprétation de la

⁵³⁰ « *When sovereign default they do not enter bankruptcy proceedings where the legal rank of debt determines the order in which creditors will be paid. Instead, sovereigns can choose for themselves the order in which creditors will be paid. In this context, the Equal Treatment Provision prevents Argentina as payor from discriminating against the [defaulted] Bonds in favour of other unsubordinated, foreign bonds* ».

⁵³¹ Aucune clause ne stipulait de paiement proportionnel, comme le font par exemple les obligations italiennes : « *The debt securities will be direct, unconditional, unsecured and general obligations of Italy. They will rank equally with all of our present and future unsecured and unsubordinated general borrowing. The full faith and credit of Italy will be pledged for the due and punctual payment of the debt securities and for the due and timely performance of all of our obligations under the debt securities. We will pay principal and interest on the debt securities out of the Ministry of Economy and Finance of Italy. We will pay amounts due on the debt securities equally and rateably with all general loan obligations of Italy* » cité par Tolek PETCH, *Legal Implications of the Euro Zone Crisis. Debt Restructuring, Sovereign Default and Euro Zone Exit*, Kluwer Law International, 2014, p. 113 (nous soulignons).

⁵³² PETCH, *op.cit.*, *Legal Implications of the Euro Zone Crisis. Debt Restructuring, Sovereign Default and Euro Zone Exit*, Kluwer Law International, pp. 101-146.

⁵³³ Christoph G. PAULUS, « Jüngste Entwicklungen im Insolvenzrecht », *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2013, 67, pp. 489-536.

⁵³⁴ A moins qu'une vision restrictive de l'immunité souveraine soit défendue par les tribunaux nationaux d'un État, étant donné qu'il n'existe pas de consensus sur l'étendue de l'application de cette notion.

clause *pari passu* dans le sens où « *tout le monde est payé ou personne ne l'est* » pose également problème à tous les acteurs financiers⁵³⁵. En effet, les systèmes de compensation, les dépositaires et fiduciaires à travers le monde peuvent être poursuivis pour assistance à l'Argentine si l'État rembourse par leur biais les créanciers ayant accepté la restructuration.

B. *L'utilisation de méthodes para-diplomatiques par les États*

La situation de l'Argentine souligne les failles de l'architecture juridique en matière de gestion des dettes souveraines dont les conséquences sont mondiales⁵³⁶. La nature intrusive de cette décision empêche l'Argentine de payer les créanciers ayant accepté les termes de la restructuration et entraîne de fait un défaut de paiement. Si l'on peut y voir un traitement scandaleux, il s'agit aussi d'un appel du pouvoir judiciaire aux États pour qu'ils prennent des mesures en matière de restructuration et ne se reposent pas sur des clauses pouvant être différemment interprétées. Des États se sont manifestés durant la procédure judiciaire par le biais d'*amicus curiae* qui soulignaient la menace que l'arrêt de la Cour d'Appel représente pour la restructuration ordonnée et équitable de la dette souveraine : les États-Unis⁵³⁷, le Mexique, le Brésil⁵³⁸ et la France⁵³⁹. Mais l'envoi de tels documents reste une faculté procédurale qui n'est destinée qu'à éclairer le tribunal⁵⁴⁰.

⁵³⁵ « Cette nouvelle interprétation de la clause dénature les règles actuelles en matière de recouvrement de la dette privée et de faillite. En dépit de son nom, la clause de *pari passu* ne parvient à assurer ni le respect uniforme des dispositions d'un contrat ni la distribution équitable des actifs rares. Elle ne fait que remplacer le système souverain fragile et morcelé de restructuration de la dette issu des années 1980 par un autre, plus risqué et plus morcelé encore, qui donne tous les pouvoirs à un seul créancier récalcitrant. ». Anna Gelpern, in PARIS, « Rapport annuel d'activité », Paris, Club de Paris, 2013op. cit.

⁵³⁶ Bank for International SETTLEMENTS, « Sovereign risk: a world without risk-free assets? », Basel, Bank for International Settlements, 2013.

⁵³⁷ Les États-Unis également ont envoyé une *amicus curiae* en soutien de l'Argentine dans l'affaire *BG Group Plc. v. The Republic of Argentina*, CNUDCI.

⁵³⁸ Karlo Kondi GBANDI, « La Cour suprême des Etats-Unis et la dette souveraine de l'Argentine : l'examen des rapports d'*amicus curiae* de la France et du Brésil », Sentinelle, 2014.

⁵³⁹ La France a décidé le 26 juillet 2013, et par la suite, le 24 mars 2014, de soumettre en sa qualité de prêteur souverain un mémoire d'*Amicus* devant la Cour suprême. On peut y voir une résurgence de la controverse contre la France existant dans les années 1930 : « *The revival of the debt controversy has led to unusual outbursts of sentiment against France which is partly due to the persistent anti-French campaign of some of our newspapers and popular magazines as well as to France's apparently complete misunderstanding of the American political scene.* » in GIDEONSE, op.cit., *War Debts*, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 23 et suiv.

⁵⁴⁰ Séverine MENETREY, *L'amicus curiae, vers un principe commun de droit procédural ?*, Paris, Dalloz-Sirey, 2010, 536p.

Au sein des juridictions internes françaises, on peut retrouver une manifestation du soutien de l'État français à la République argentine dans trois arrêts de la cour de cassation qui ont marqué les esprits le 28 mars 2013⁵⁴¹. Dans ces arrêts, la cour de cassation, à partir d'une jurisprudence établie⁵⁴², se fonde sur la coutume internationale pour ne pas donner suite aux saisies de NML Capital effectuées sur les succursales argentines de sociétés françaises en invoquant la Convention des Nations unies du 2 décembre 2004 sur l'immunité juridictionnelle des États et de leurs biens⁵⁴³. Cette convention internationale ratifiée par la France⁵⁴⁴ n'est pas encore entrée en vigueur mais fait partie du droit coutumier. Les critiques furent nombreuses face à cette méthode jugée para-diplomatique qui instaurait un nouveau formalisme pour le renoncement à l'immunité d'exécution⁵⁴⁵. Confirmée par un arrêt du 5 mars 2014⁵⁴⁶, la

⁵⁴¹ Pierre CHEVALIER, « Dossier documentaire : immunités d'exécution des Etats. Cour de cassation (France), civ. 1, 28 mars 2013 », *Revue Générale de Droit International Public*, 2013, 117, pp. 203-232 ; Antoine BOLZE, « Saisies sur les créances de l'État argentin : encore raté ! Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 11-10.450 et Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 10-25.938 », *La Gazette du Palais*, 2013, 186-187, pp. 23-24 ; Malik LAAZOUZI, « La neutralisation de la renonciation conventionnelle à l'immunité d'exécution de l'État étranger en France ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, Société NML Capital contre République argentine et Total Austral, pourvoi numéro 10-25.938 ; contre République argentine, pourvoi numéro 11-13.323 ; contre République argentine et BNP Paribas, pourvoi numéro 11-10.450 », *Revue des contrats*, 2013, 4, pp. 1485-1497 ; Horatia Muir WATT, « Immunité d'exécution ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, société NML Capital contre République argentine, pourvoi numéro 10-25.938 », *Revue critique de droit international privé*, 2013, 3, pp. 671-677 ; Régis BISMUTH, « NML c. Argentine – Commentaire joint des arrêts : 1ère Ch. civ., 28 septembre 2011, N° 09-72.057 (NML c/ Argentine) et 1ère Ch. civ., 28 mars 2013, N° 10-25.938 (NML c/ Argentine et Total Austral), N° 11-10.450 (NML c/ Argentine), N° 11-13.323 (NML c/ Argentine et Air France) », in *Les grandes décisions de la jurisprudence française de droit international public*, ed. by Alain PELLET and Alina MIRON, Paris, Dalloz, 2015, pp. 633-651.

⁵⁴² Cour de cassation, première Chambre civile, 2 novembre 1971, *Dame Clerget contre Représentation commerciale de la République démocratique du Viêt Nam*, pourvoi numéro 69-14.100 : « *Les sommes d'argent détenues par un État souverain et indépendant ne peuvent faire l'objet d'une saisie eu égard à cette souveraineté et cette indépendance auxquelles la courtoisie internationale impose qu'il ne soit pas porté atteinte, même pour des dettes ayant leur origine dans les actes de gestion relevant du droit privé.* » (nous soulignons). Voir Jean-François LACHAUME, « Jurisprudence française concernant le droit international », *Annuaire Français de Droit International*, 1972, 18, pp. 939-940 et 979.

⁵⁴³ Laurence USUNIER, « La coutume internationale invoquée pour anticiper l'entrée en vigueur d'une convention internationale ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 10-25.938, Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 11-10.450 et Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 11-13.323 », *Revue Trimestrielle de Droit Civil*, 2014, 2, pp. 319-323.

⁵⁴⁴ Loi n° 2011-734 du 28 juin 2011 autorisant la ratification de la convention des Nations unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens, JORF n°0149 du 29 juin 2011 page 10953.

⁵⁴⁵ La Cour de cassation soutenait que « *selon le droit international coutumier, tel que reflété par la Convention des Nations-Unies, du 2 décembre 2004, sur l'immunité juridictionnelle des États et de leurs biens, si les États peuvent renoncer, par contrat écrit, à leur immunité d'exécution sur des biens ou des catégories de biens utilisés ou destinés à être utilisés à des fins publiques, il ne peut y être renoncé que de manière expresse et spéciale, en mentionnant les biens ou la catégorie de biens pour lesquels la renonciation est consentie* » (nous soulignons). Pourtant, aucune exigence de spécialité n'est requise aux termes des articles 18 et 19 de cette convention.

jurisprudence française du droit des immunités se complexifie dans un arrêt du 13 mai 2015⁵⁴⁷. Auparavant la Cour de cassation considérait qu'en vertu du droit international coutumier, les États ne pouvaient renoncer à leur immunité d'exécution que de manière expresse et spéciale. L'exigence du caractère spécial disparaît avec ce dernier arrêt, marquant un revirement de jurisprudence qui pourrait faciliter la saisie des biens des États si aucune mesure n'est prise.

Quant à l'Argentine, elle s'organise tant nationalement qu'internationalement pour défendre sa position. En réponse à la décision américaine, le gouvernement argentin a adopté une nouvelle loi le 11 septembre 2014 juste avant le paiement de ses échéances du 30 septembre 2014 afin de permettre les règlements des créanciers ayant accepté la restructuration⁵⁴⁸. En août 2014, l'Argentine a soumis avec le G77 et la Chine un projet de résolution à l'Assemblée générale de l'Organisation des Nations unies pour l'établissement d'un cadre juridique multilatéral applicable à la restructuration de la dette souveraine. L'objectif est d'affirmer internationalement qu'une minorité de créanciers ne peut pas faire chanceler une restructuration de dette acceptée par une majorité. Ce projet a été adopté le 9 septembre 2014 par l'Assemblée générale et la Commission économique et financière. Il a pour but « *d'améliorer l'efficacité, la stabilité et la prévisibilité du système financier international et de parvenir à une*

⁵⁴⁶ Cour de cassation, première Chambre civile, 5 mars 2014, pourvoi numéro 12-22.406. Voir Antoine BOLZE, « Origine publique des fonds = immunité d'exécution ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 5 mars 2014, pourvoi numéro 12-22.406 », *La Gazette du Palais*, 2014, 203, pp. 29-31 ; Baptiste TRANCHANT, « Jurisprudence française en matière de droit international public », *Revue Générale de Droit International Public*, 2015, 1, pp. 302-308.

⁵⁴⁷ Cour de cassation, première Chambre civile, 13 mai 2015, *Société Commissions import export (Commisimpex) contre République du Congo*, pourvoi numéro 13-17.751 : « *le droit international coutumier n'exige pas une renonciation autre qu'expresse à l'immunité d'exécution* ». Voir Laura WEILLER, « Revirement : abandon de l'exigence du caractère spécial de la renonciation à l'immunité d'exécution », *Procédures*, 2015, 7, pp. 22-23 ; Claude BRENNER, « Renonciation à l'immunité d'exécution étatique : vérité un jour, erreur le lendemain ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 13 mai 2015, pourvoi numéro 13-17.751 », *La Gazette du Palais*, 2015, 248, pp. 11-12 ; Raphaël KAMINSKY, Joseph DALMASSO, « Une révolution en marche dans le droit des immunités - La fin des régimes spéciaux pour les immunités diplomatiques et l'arbitrage international ? », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2015, 38, pp. 22-25.

⁵⁴⁸ Voir notamment l'article 2 « *La presente ley tiene por objeto implementar instrumentos legales que permitan el cobro de los servicios correspondientes al cien por ciento de los Títulos emitidos en el marco de la Reestructuración de Deuda Soberana 2005-2010 (en adelante, "Títulos Reestructurados"), en salvaguarda del orden público nacional y de los contratos celebrados en el marco de dicha Reestructuración, ante la ilegítima e ilegal obstrucción de los mecanismos de cobro de los fondos pagados por la República Argentina con fecha 26 de junio de 2014, dispuesta por órdenes judiciales dictadas por la Corte de Distrito Sur de la Ciudad de Nueva York en el marco de la causa NML Capital Ltd. et al v. Republic of Argentina que, tal como han sido dictadas, resultan de imposible cumplimiento, y violatorias tanto de la soberanía e inmunidades de la República Argentina como de los derechos de terceros.* » de la Ley 26.984 « *Pago Soberano. Reestructuración de Deuda* », promulguée le 11 septembre 2014.

croissance économique soutenue, partagée et équitable et à un développement durable, compte tenu de la situation et des priorités de chaque pays »⁵⁴⁹. Le 5 décembre 2014, la Commission économique et financière a également adopté un projet de résolution intitulé « *Soutenabilité de la dette extérieure et développement* ».

La monopolisation de la scène diplomatique internationale est indispensable à l'Argentine pour tenter de faire réagir la communauté internationale⁵⁵⁰. Pour l'instant, le consensus obtenu par les États semble limité à l'intégration de clauses contractuelles modifiées dans le but de faciliter les négociations avec les créanciers privés. Un mécanisme global reste à élaborer⁵⁵¹.

II. La technicité juridique et la privatisation du contentieux de la dette souveraine

La restructuration de l'endettement d'un État implique la conclusion de nouveaux contrats avec les créanciers. En l'absence d'organe juridictionnel international spécialisé dans la restructuration des dettes souveraines, le droit international privé s'est particulièrement intéressé à la question du développement des outils contractuels. Un remède proposé est le remodelage des clauses existantes pour appréhender les litiges potentiels (A.). La clause d'action collective est celle qui a attiré le plus l'attention (B.). Cependant, ces techniques contractuelles restent limitées et ne constituent aucunement une solution pérenne globale (C.).

A. Des clauses d'anticipation des différends

L'objectif de l'approche contractuelle est de faciliter la renégociation pour les débiteurs et les créanciers en utilisant des clauses. Ces outils contractuels correspondent à une gestion *ex ante* de la dette souveraine, avant qu'un défaut ne soit déclaré. Face au contentieux privé de la dette souveraine devant les tribunaux arbitraux, les États ont ainsi cherché à renégocier avec plus d'attention les outils juridiques utilisés dans leurs relations commerciales et financières, notamment les traités bilatéraux d'investissement et les accords de libre-échange. À titre d'exemple, l'Union européenne est désormais exclusivement compétente pour négocier le nouveau traité de protection des

⁵⁴⁹ Christoph G. PAULUS, « Staatspleite, Anleihenprozess, UN-Vollversammlung », *Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht*, 2014, 47, pp. 2315-2317.

⁵⁵⁰ Voir l'affaire récente ayant donné lieu à une requête, sans suite, de l'Argentine contre les États-Unis devant la CIJ : <http://www.icj-cij.org/presscom/files/5/18355.pdf>

⁵⁵¹ Voir Chapitre 7, p. 210 et suiv.

investissements depuis l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne et s'interrogera sur le traitement à réserver à la restructuration de la dette souveraine⁵⁵².

Dans les contrats obligataires, plusieurs dispositions sont également analysées sous l'angle d'une meilleure coordination en cas de restructuration et afin de décourager les créanciers récalcitrants. Le recours à la clause d'« *exit consent* » qui permet à un groupe de créanciers détenant des obligations souveraines de modifier les termes non financiers des obligations de manière à les rendre sans valeur pour les créanciers récalcitrants minoritaires et les motiver à accepter une offre de restructuration est invoqué⁵⁵³. Des clauses de partage dans les contrats obligataires pourraient stipuler que tout créancier recevant un paiement disproportionné par rapport à celui reçu par les autres détenteurs d'obligations devra en partager le montant. Des clauses de représentation collective pourraient déléguer le pouvoir de représenter la masse des créanciers de la dette à un tiers lors des négociations.

En cas de modification de l'équilibre du contrat, deux types de clauses de renégociation peuvent être envisagés par les parties : les clauses de maintien de la valeur et les clauses de réadaptation. Les premières permettent de répartir les risques monétaires entre les parties dans une transaction internationale⁵⁵⁴, mais restent limitées au domaine monétaire. Les secondes sont plus variées et plus développées afin d'appréhender différents types de changements affectant les contrats⁵⁵⁵. Mais même en l'absence de clause expresse, les investisseurs s'appuient souvent sur la notion de force majeure, qui vise à assurer la continuité du contrat et à l'adapter à la situation créée par

⁵⁵² Le traité de l'Accord de libre échange nord-américain prévoit en la matière des exceptions, notamment à l'article 1410 : «*I. Aucune disposition de la présente partie ne pourra être interprétée comme empêchant une Partie d'adopter ou de maintenir des mesures raisonnables, pour des raisons prudentielles telles que [...] : c) la préservation de l'intégrité et de la stabilité du système financier d'une Partie* ». Par ailleurs, le traité bilatéral d'investissement États-Unis-Uruguay du 4 novembre 2005 exclut expressément à l'annexe G « *Sovereign Debt Restructuring* » la soumission de la restructuration de la dette à la plupart des standards du traité. Voir LEMAIRE, « L'arbitrage d'investissement et la restructuration de dettes souveraines (de l'expérience argentine au cas grec) », *Revue de l'Arbitrage*, 2014, 2014, pp. 53-73.

⁵⁵³ Lee C. BUCHHEIT, Mitu G. GULATI, « Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges », *UCLA Law Review*, 2000, 48, pp. 59-84.

⁵⁵⁴ Ce sont les clauses d'indexation, les clauses d'échelle mobile ou les clauses de référence à une monnaie de compte.

⁵⁵⁵ On trouve par exemple la « *government take clause* » pour répercuter sur les acheteurs une augmentation du prix du pétrole ; la « *first refusal clause* » par laquelle le vendeur s'engage à s'aligner sur les prix des concurrents ; la clause du « client le plus favorisé » ; la clause dite « de hausse et de baisse » qui permet de réviser les conditions financières du contrat.

un événement imprévu, ou sur la clause de « *hardship* »⁵⁵⁶, mécanisme plus élaboré d'adaptation à de nouvelles données⁵⁵⁷. L'utilisation des procédures fédérales de « *class action* » des États-Unis a également été suggérée dans la mesure où les restructurations de la dette souveraine peuvent satisfaire la condition de base pour initier un recours collectif⁵⁵⁸. Plusieurs cas ont été présentés devant des tribunaux, mais tous ont pour le moment échoué pour des raisons procédurales : ils ne constituaient pas un recours collectif obligatoire⁵⁵⁹.

Une autre proposition est d'insérer dans les contrats d'obligations souveraines une structure définissant la priorité des créanciers. Une clause en faveur d'une structure de priorité fondée sur le moment de l'émission et donnant la priorité aux détenteurs les plus anciens, pourrait réduire l'excès d'emprunts. En effet, la question du sur-financement est très peu traitée dans les propositions de régulation faites par les acteurs des marchés, alors qu'elle est à la source du problème⁵⁶⁰. Le contrôle du crédit international pourrait être effectué à partir de la responsabilité des banques dans leurs politiques de crédit⁵⁶¹. Or depuis la crise des États de la zone euro, on assiste au retour triomphant des clauses d'action collective comme solution juridique et politique aux crises de la dette souveraine.

B. L'apport de l'intégration des clauses d'action collective

Les clauses d'action collective sont des dispositions contractuelles insérées dans les contrats d'obligations souveraines passés entre l'émetteur d'une dette, qu'il soit public ou privé, et ses acheteurs. En cas de risque de défaut, elles permettent au débiteur de modifier les modalités de remboursement de la dette après approbation par une majorité de créanciers. L'intention est de faciliter une restructuration future en se mettant d'accord sur des décotes du principal, des réductions des coupons ou une

⁵⁵⁶ Bruno OPPETIT, « L'adaptation des contrats internationaux aux changements de circonstances : la clause de hardship », *Journal de Droit International*, 1974, 794-814.

⁵⁵⁷ Klaus Peter BERGER, « Renegotiation and Adaptation of International Investment Contracts: The Role of Contract Drafters and Arbitrators », *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2003, 36, pp. 1347-1380.

⁵⁵⁸ Lee C. BUCHHEIT, G. Mitu GULATI, Ashoka MODY, « Sovereign Bonds and the Collective Will », *Georgetown University Law Center*, 2002, 42p.

⁵⁵⁹ Voir *Hirshon c. Bolivie* en 1995 et neuf cas impliquant l'Argentine en 2004 et 2005.

⁵⁶⁰ Mathias FORTEAU, in Mathias AUDIT (ed.), *op. cit.*, p. 229

⁵⁶¹ Jacques ATTALI appelle à la création d'un « tribunal pénal financier international » pour les grands vainqueurs de la non-gestion de la crise qui sont selon lui les banques », voir « Pour un Tribunal Financier International », *L'Express*, 16 mars 2010

extension des maturités. Les clauses stipulent des règles de quorum et de majorité s'appliquant à l'ensemble des créanciers, y compris les minoritaires. Elles peuvent prévoir un principe d'agrégation pour intégrer dans le plan de restructuration l'ensemble des titres émis par un État. Ainsi, la restructuration est ordonnée et le contentieux de la dette souveraine est rendu infructueux pour les créanciers minoritaires ou dissidents⁵⁶².

Leur utilisation est recommandée depuis le rapport Rey adopté par le G10 en 1996⁵⁶³ et conforté à de multiples reprises⁵⁶⁴. Le recours aux clauses d'action collective n'est cependant pas généralisé dans les titres obligataires. Ce type de clause était largement discuté au sein du Fonds monétaire international après l'échec du plan Krueger⁵⁶⁵. En novembre 2010, dans le cadre des discussions sur la préparation du MES, l'insertion de ces clauses a été proposée. Un nouveau modèle a été publié en 2012⁵⁶⁶, et le traité MES les rend obligatoires à partir du 1^{er} janvier 2013 dans tous les contrats d'émissions d'obligations supérieures à un an⁵⁶⁷. Les obligations de droit grec ont été rétroactivement modifiées par décret pour les inclure et les titres de dette des États membres les intègrent progressivement⁵⁶⁸.

⁵⁶² Romain BARDY, « Le Mécanisme européen de stabilité et la BCE », *Revue des affaires européennes*, 2012, 733-746.

⁵⁶³ G10, « The resolution of sovereign liquidity crisis », 1996.

⁵⁶⁴ G10, « Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses », 26 septembre 2002; IMF, « Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts—Encouraging Greater Use », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002.

⁵⁶⁵ Voir Chapitre 6, p. 182 et suiv.

⁵⁶⁶ Le modèle de clause d'action collective de l'Union européenne développé par le comité économique et financier (EFC) en 2011 est présenté en ligne. Mettre le site. Voir également Keegan S. DRAKE, « Disenfranchisement in Sovereign Bonds », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 141-161.

⁵⁶⁷ Michael BRADLEY, Mitu GULATI, « Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis », in *Third Draft*, (2012), ; Mathias AUDIT, « Les clauses d'action collective comme remède à la crise souveraine de la zone euro », in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, ed. by Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 123-142 ; ICMA, « ICMA Sovereign bond consultation paper », Zurich, International Capital Market Association, 2013*op. cit.* et ICMA, « ICMA Sovereign bond consultation paper supplement », Zurich, International Capital Market Association, 2014*op. cit.*

⁵⁶⁸ Dans le cas français, l'article 59 de la loi de finances pour 2013 impose l'introduction de clauses d'action collective dans l'émission de titres d'État : « I. — Les titres d'État, d'une maturité supérieure à un an, ainsi que les titres issus de leur démembrement, comportent des clauses d'action collective autorisant l'État, s'il dispose de l'accord de la majorité des détenteurs de titres, à modifier les termes du contrat d'émission. Toute proposition en ce sens est soumise au vote des détenteurs de titres [...] L'État ne peut exercer les droits de vote attachés à ses propres titres d'État qu'il a acquis ou pris en pension. Il n'est pas tenu compte de ces titres pour le calcul du quorum et de la majorité ». Voir également le décret n° 2012-1517 du 29 décembre 2012 relatif aux clauses d'action collective applicables aux titres d'État et l'arrêté ministériel du ministre de l'économie et des finances du même jour qui détaille les conditions d'application et de mise en œuvre des clauses d'action collective.

Avec l'introduction de clauses d'action collective, les négociations s'en trouvent facilitées : de telles clauses définissent contractuellement une procédure que les créanciers suivent en cas de défaut. Le modèle proposé par l'ICMA en août 2014 concentre les principales pratiques de négociation sous la forme d'étapes à suivre pour le déroulement optimal de la restructuration⁵⁶⁹. Mais cet instrument ne peut constituer à lui seul une solution globale⁵⁷⁰.

C. Les limites de l'approche contractuelle et des mécanismes *ad hoc*

En dépit de l'effet d'annonce, les clauses d'action collective ne sont pas nouvelles : les contrats actuels en intègrent déjà souvent. En 1995, ces clauses ont été introduites lors de la restructuration de la dette mexicaine par le Fonds monétaire international dans les obligations de droit mexicain indexées au dollar⁵⁷¹. Présentées comme un remède à la crise de la dette, leur introduction n'est pas nocive. Elles peuvent être potentiellement utiles pour l'avenir, même si rien ne le prouve. Le lien est ténu entre leur efficacité politique et juridique. Promouvoir leur insertion permet d'éviter de revenir au débat sur la mise en place d'un système de restructuration global. Elles sont utilisées pour donner l'image d'une réaction à la crise : elles sont donc efficaces politiquement en tant que symbole.

Si l'exemple des clauses d'action collective illustre les limites de l'approche contractuelle, c'est en fait l'ensemble des mécanismes *ad hoc* qui est critiquable. En effet, la multiplicité des traitements appliqués en fonction des catégories de créanciers et de débiteurs manque de sécurité juridique pour tous les acteurs. De tels mécanismes ne sont pas organisés en procédures semblables aux procédures d'insolvabilité nationales d'entreprises privées et laissent place à des vides juridiques dont se saisissent les plus astucieux. De leur côté, les procédures d'insolvabilité nationales sont souvent interprétées comme servant trois objectifs : elles permettent d'éliminer le problème du créancier récalcitrant pendant et après les négociations sur la restructuration ; elles veillent à ce que l'entreprise dispose d'un accès au financement tout au long de la

⁵⁶⁹ Voir en annexe 3.

⁵⁷⁰ François GIANVITI, « The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002.

⁵⁷¹ Mitu GULATI, Anna GELPERN, *A Modern Legal History of Sovereign Debt*, 2010, 73, 375p.

restructuration ; et elles appliquent des règles et procédures prédéterminées⁵⁷². Or les contrats obligataires actuels traitent seulement le premier objectif et précisément dans une certaine mesure. Les innovations contractuelles qui pourraient répondre à ce premier objectif et commencer à s'attaquer aux deux autres objectifs ne sont pas inconcevables, mais elles nécessitent un consensus global⁵⁷³.

*

L'étude des dispositifs contractuels de traitement des dettes nous a permis de dégager l'évolution des solutions adoptées en cas de défaut en fonction des instruments de dette. Nous avons vu que depuis les années 1980, les résolutions des crises des dettes souveraines et les renégociation des encours ont significativement évolué en raison de la titrisation des supports de dette et des changements de nature des créanciers souverains.

Lorsque les créanciers sont principalement des banques commerciales, voire des États, la dette prend la forme de prêts syndiqués ou de protocoles internationaux. Les renégociations sont alors conduites sous l'auspice de comités consultatifs bancaires ou du Club de Paris. Depuis la multiplication des titres obligataires, les représentations unifiées se raréfient et aucune procédure structurée de négociation ne s'engage. Les restructurations de dettes prennent la forme d'offres d'échange à prendre ou à laisser, précédées de discussions informelles entre les créanciers.

Aujourd'hui, les mécanismes *ad hoc* sont les seuls utilisés dans le système financier international pour restructurer les dettes souveraines. Le Club de Paris fait figure d'unique entité organisée. La crise grecque rappelle que la démultiplication des créanciers et la fragmentation des financements impliquent un renforcement de la coordination entre créanciers.

La multiplicité des traitements appliqués en fonction des catégories de créanciers et de débiteurs est illustrée dans le tableau suivant. Nous y intégrons la comparaison

⁵⁷² Patrick BOLTON, « Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World », Washington D.C., International Monetary Fund, 2003.

⁵⁷³ Christoph G. PAULUS, *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, Baden-Baden, C. H. Beck, Hart Publishing, Oxford, Nomos, 2014, 286p.

avec les restructuration d'entreprises publiques, de banques et de sociétés privées afin d'établir une comparaison entre les mécanismes disponibles :

	Fonds monétaire international	Banques régionales de développement	Agences bilatérales	Banques commerciales	Détenteurs d'obligations
États	Traitement préférentiel		Club de Paris	Club de Londres	<i>A déterminer</i>
Entreprises publiques		Traitement spécial			
Banques				Traitement spécial	
Sociétés privées		Droit interne des faillites			

Nous avons vu dans ce chapitre les Clubs de Paris et de Londres et nous nous intéressons à présent aux traitements spéciaux que les institutions financières internationales réservent aux dettes souveraines.

CHAPITRE 6. LE REEHELONNEMENT SOUS LES AUSPICES DES INSTITUTIONS FINANCIERES INTERNATIONALES

La gestion des dettes souveraines par les institutions financières internationales est marquée par un changement de paradigme : l'appréciation du marché ou la logique contractuelle n'est plus au centre du rééchelonnement. L'endettement et le développement sont analysés conjointement sous les auspices des institutions financières internationales qui œuvrent pour éviter une nouvelle décennie perdue⁵⁷⁴. Des aides financières sont accordées aux États sous conditions. Ces réaménagements de la dette par et pour les bailleurs publics et privés se traduisent par la conclusion d'accords régis par le droit international ou le droit interne des organisations tels que définis dans leur charte constitutive⁵⁷⁵ et qui se substituent aux accords antérieurs ou les modifient.

Pour les chapitres suivants, l'utilisation du terme « restructuration » s'entend non seulement comme l'acte par lequel les parties reportent ou réduisent effectivement la dette, mais également l'ensemble des mesures prises à cet égard. Il s'agit de conditionnalité, de mesures d'ajustement dans le cadre de prêts en arriérés, de l'ensemble des instruments de secours mis en place dès que la situation financière d'un État nécessite une action. Ce terme, et les politiques qu'il implique, rassemblent les pays développés et les pays en développement autour d'une même situation de crise.

Intégrer la dimension de développement à l'analyse de l'endettement des États permet de différencier deux situations fondamentalement opposées : alors même que le financement s'effectue majoritairement par le biais du marché, les conditions et le traitement du défaut restent distincts en fonction des États. L'État endetté perd une grande partie de sa liberté de manœuvre, mais l'État surendetté est placé sous la tutelle directe de ses bailleurs de fonds. Le Fonds monétaire international (**Section 1**) et la Banque mondiale (**Section 2**) sont en charge en période de crise de fournir une

⁵⁷⁴ Daniel COHEN, Richard PORTES, « Crises de la dette : prévention et résolution », Paris, La Documentation française, 2003.

⁵⁷⁵ Les créances aux États font l'objet d'un contrat entre l'État débiteur et l'institution financière internationale auxquelles s'applique la Convention de Vienne de 1986. Les prêts accordés par le FMI qui jouit d'une immunité de juridiction en vertu de l'Article IX, section 3 des Statuts, sont toutefois soumis à ses règles internes. Il ne s'agit pas d'« accords » au sens juridique.

assistance financière et des conseils en matière de politique économique afin d'enrayer le mécanisme du défaut. Nous envisageons dans ce chapitre le financement palliatif fourni par les créanciers publics multilatéraux.

Section 1. Le FMI, régulateur *ad hoc* du rééchelonnement

En tant qu'institution au cœur du système monétaire et financier international, le Fonds monétaire international est impliqué dans les renégociations informelles non seulement en tant que créancier mais également en tant qu'institution de surveillance. Désigné pour remplir un rôle de « shérif »⁵⁷⁶, il s'assure que les États débiteurs remplissent les conditions fixées par les créanciers pour la renégociation de leurs dettes. L'évolution de son rôle et son implication dans le traitement des dettes souveraines représentent un dédoublement fonctionnel⁵⁷⁷. En effet, il s'occupe à la fois de gérer les dettes existantes (I.) et de systématiser son rôle dans le but de structurer un mécanisme global (II.).

I. Un rôle d'arbitre au cœur des négociations

Le FMI a une position unique d'arbitre dans les négociations entre les débiteurs souverains et les créanciers, il est le garde-fou de la stabilité et de la solvabilité à travers l'application de la conditionnalité et de la surveillance, en même temps que prêteur en dernier ressort (A.), comme l'exemple grec le rappelle (B.).

A. Un médiateur financier et prêteur en dernier ressort

Le Fonds monétaire international tient un rôle de médiateur financier et de prêteur en dernier ressort. Son rôle influent en matière de procédure et de négociations de restructuration de la dette souveraine remonte à l'intervention *ad hoc* du Fonds dans les restructurations bancaires des années 1970 et 1980. Les banques commerciales exigeaient effectivement que l'État débiteur s'arrange avec le Fonds avant tout décaissement ou rééchelonnement⁵⁷⁸. De plus, conjointement à sa participation au Club de Londres, il est actif au sein du Club de Paris pour les renégociations avec les créanciers publics⁵⁷⁹. Ainsi, le FMI a profondément influencé les restructurations⁵⁸⁰,

⁵⁷⁶ Selon les propos de George Soros tenus au forum de Davos en 2010 ; voir Rosa M LASTRA, « The role of the IMF as a global financial authority », *European Yearbook of International Economic Law*, 2011, 2, pp. 121-136.

⁵⁷⁷ Georges SCELLE, « Règles générales du droit de la paix », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, ed. by Hague Academy of International LAW, Martinus Nijhoff Publishers, 1933, pp. 327-703 ; Hassane CISSE, « Le fonds monétaire international et l'endettement extérieur des Etats », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 277-313.

⁵⁷⁸ Voir Chapitre 5, p. 170 et suiv.

⁵⁷⁹ Enrique COSIO-PASCAL, « The Emerging Of A Multilateral Forum For Debt Restructuring: The Paris Club », UNCTAD, 2008.

notamment en établissant les prêts en situation d'arriéré (« *lending into arrears* »), en développant la logique de partage du fardeau de la dette (« *burden sharing* ») et en défendant son statut de créancier privilégié⁵⁸¹.

En tant que gestionnaire de crise, le Fonds peut prêter pour aider les États à résoudre leurs problèmes de balance des paiements, reconstituer leurs réserves internationales ou encore stabiliser la valeur de leur monnaie. Dans cette optique, sa politique de prêt en arriéré permet la mise à disposition de fonds pour des États débiteurs d'arriérés envers leurs créanciers privés lors d'une restructuration de la dette. Ces ressources sont destinées à rééquilibrer la situation de ces États endettés et leur permettre d'accéder à nouveau aux financements du marché. Il s'agit *in fine* de diminuer les coûts associés à un défaut et de soutenir la capacité de remboursement de l'État débiteur⁵⁸².

Ce mécanisme de réponse aux crises financières n'existait pas à l'origine. Ce n'est qu'en 1989, face aux difficultés de certains États membres pour obtenir un accord dans leur programme d'ajustement que le FMI a accepté de faire évoluer sa politique⁵⁸³. Cette mécanique lui permet de jouer un rôle central dans la restructuration des dettes souveraines⁵⁸⁴. Juridiquement, tous les accords sont soumis à la réglementation interne du Fonds⁵⁸⁵, par le biais de laquelle il défend son statut de créancier privilégié⁵⁸⁶.

⁵⁸⁰ Rosa M. LASTRA, « International Financial Architecture », in *Legal Foundations of International Monetary Stability*, ed. by Rosa M. LASTRA, Oxford University Press, 2006, pp. 447-501.

⁵⁸¹ Les récents développements dans la zone euro mettent en jeu le statut de créancier privilégié du FMI : « *It is increasingly likely that Greece will become the first sovereign ever to choose to restructure debt owed to the IMF - putting in question for the first time the IMF's status as an unchallengeable preferred creditor when it comes to sovereign debt.* » in Christopher SPINK, John GEDDIE, « IMF Set to be Dragged into Greek Official Sector Involvement », *International Financing Review*, 2013,

⁵⁸² FMI, « Comment le FMI participe à la résolution des crises économiques », Fiche technique, octobre 2007.

⁵⁸³ Pour obtenir un décaissement, trois conditions devaient être cumulativement remplies : 1) l'aide devait être essentielle pour le succès du programme d'ajustement ; 2) les négociations entre le débiteur et les créanciers privés devaient avoir commencé ; et 3) l'accord sur un ensemble financier devait arriver sous peu. En 1998, face aux changements de composition de l'endettement avec la généralisation des obligations souveraines, le troisième critère a été modifié : « *il existe des indications claires que l'emprunteur souverain et ses créanciers privés négocient de bonne foi un plan de restructuration de la dette* ». Voir IMF, « Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors - Further Consideration of the Good Faith Criterion », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002 ; IMF, « IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors », Washington D.C., International Monetary Fund, 1999.

⁵⁸⁴ Pierre-François WEBER, « (Re)structuration des dettes souveraines - Où en est-on ? », *Revue de la Stabilité Financière*, 2005, 7, pp. 115-135.

⁵⁸⁵ Article IX, Section 3 des Statuts du Fonds monétaire international.

⁵⁸⁶ Voir Chapitre 5, p. 155 et suiv.

Si les conditions ne sont pas remplies, le Fonds n'applique pas cette politique. Dans ce cas, la négociation s'impose envers les autres créanciers pour éviter que les décaissements ne soient détournés de leur objectif officiel, le soutien aux États en crise, pour être utilisés à des fins de remboursement des créanciers privés. Le FMI cherche à ne pas donner l'image aux investisseurs qu'ils seront protégés en dernier ressort, ce qui impliquerait qu'ils n'aient pas à revoir leurs investissements à risque. Il entend faire participer l'ensemble des créanciers et appelle à un partage du fardeau de la dette dès le début des années 1970⁵⁸⁷. Pour ce faire, tout repose sur un partage des informations relatives aux positions de chaque créancier et de l'État endetté, fondé sur le critère de bonne foi⁵⁸⁸. Cela permet une restructuration ordonnée à travers la fourniture d'une information la plus complète possible, tout en respectant les demandes de confidentialité faites par certains États. De par son expertise et son positionnement stratégique, le Fonds joue un véritable rôle de médiateur : les États peuvent avoir tendance à parier sur la « rédemption », même lorsque la situation de la dette est insoutenable. Dans ce cas, le Fonds peut inciter l'État à restructurer en impliquant le secteur privé qui absorbe une partie des coûts de la restructuration. Pour convaincre les créanciers privés, il leur fournit des gages tout en rappelant qu'une participation insuffisante dans l'échange de dette pour l'alléger amènerait à une suspension de son soutien et donc à une plus grande probabilité de défaut⁵⁸⁹.

L'approche du FMI est particulière pour chaque État et bien qu'elle soit en constante évolution, deux principes restent constants⁵⁹⁰. Tout d'abord, le FMI apporte son assistance aux problèmes de déséquilibre de la balance des paiements et n'est en principe pas chargé de gérer les situations d'endettement insoutenable ou de liquidité.

⁵⁸⁷ Le FMI expliquait dans un rapport de 1971 qu'il est important qu'à l'avenir on parvienne à « *un partage du fardeau équilibré entre les différents créanciers, afin d'éviter toute impression que les nouveaux apports de capitaux seraient largement compensés par les remboursements aux créanciers [antérieurs]* ». Voir FMI, « *Multilateral debt renegotiations - Experience of Fund members* », Staff memorandum, 1971, SM/71/204 cité par Jérôme SGARD, « Restructurer les dettes souveraines : la méthode efficace du FMI », *L'Économie politique*, 2012, 3, pp. 79-92.

⁵⁸⁸ Dès 2002, le FMI a publié des principes relatifs au critère de bonne foi. Un État fait preuve de bonne foi lorsqu'il agit en engageant tôt un dialogue avec ses créanciers et jusqu'à la fin de la restructuration de sa dette ; en partageant toutes les informations non confidentielles en temps et en heure, incluant notamment des explications sur les problèmes économique et les circonstances financières justifiant une restructuration ; en fournissant aux créanciers une opportunité de faire un retour sur les stratégies de restructuration.

⁵⁸⁹ Ran BI, Marcos CHAMON, Jeromin ZETTELMEYER, « The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings », Washington D.C., IMF, 2011 : description des techniques d'échange de dette.

⁵⁹⁰ Javier DIAZ-CASSOU, Aitor ERCE, « IMF Interventions in Sovereign Debt Restructurings », in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, ed. by Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 179-188.

Ensuite, toute assistance financière doit être conforme à ses Statuts⁵⁹¹. Ce principe est au cœur de la conditionnalité et des politiques et procédures adoptées par le Fonds pour assurer la crédibilité de son action. À partir de ces principes, le Fonds a innové en créant divers mécanismes spécifiques d'assistance conformément à ses statuts⁵⁹². À l'origine, il encaissait seulement les quotes-parts versées par les États membres, telle une banque mutualiste ou une coopérative interétatique. Graduellement, des accords multilatéraux et bilatéraux de prêts ont été instaurés afin de pallier l'insuffisance de ses revenus⁵⁹³. À côté de ces emprunts permanents, le Fonds a conclu plusieurs accords de prêts bilatéraux avec différents États. À titre d'exemple, le Conseil d'administration a approuvé un cadre juridique pour l'émission d'obligations à destination du secteur public : depuis 2009, le Fonds émet des emprunts obligataires qui peuvent être souscrits par ses États membres. Des accords de financement ont également été conclus en application de ce programme d'augmentation des ressources⁵⁹⁴ destiné à lui donner des moyens suffisants et gommer l'apparente diminution de sa crédibilité financière comme institution d'assistance⁵⁹⁵.

Cette tendance s'est renforcée avec la crise financière mondiale qui a profondément réformé le Fonds : sous couvert de sortie rapide de la crise, l'enjeu véritable est la gouvernance économique mondiale⁵⁹⁶. Les membres du G20 ont d'abord accru ses ressources pour qu'il puisse assurer une assistance rapide en cas de chocs engendrés par une baisse des prix des produits de base, par la gestion d'une catastrophe naturelle ou d'autres facteurs intérieurs de fragilité⁵⁹⁷. Ainsi, le FMI a su tirer profit de

⁵⁹¹ Le FMI prête « *to assist [States] in resolving their balance of payments problems in a manner that is consistent with the Fund's Articles and that establishes adequate safeguards for the temporary use of the Fund's resources* ». Voir IMF, « Guidelines on Conditionality », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002 ; IMF, « Operational Guidance to IMF Staff on the 2002 Conditionality Guidelines – revised January 25, 2010 ».

⁵⁹² Article V, Section 2 b) et Section 3 a) des Statuts du Fonds monétaire international.

⁵⁹³ Le 13 décembre 1961 étaient instaurés les Accords généraux d'emprunt destinés à mettre à sa disposition 6 milliards de dollars par 10 États membres. Suite à la crise mexicaine de 1995, le Conseil d'administration mit en place en janvier 1997 les Nouveaux accords d'emprunt équivalent au double des ressources des Accords généraux d'emprunt. Ils constituent le recours principal du FMI en cas d'appel à des ressources supplémentaires. Ces NAE ont été élargis le 11 mars 2011.

⁵⁹⁴ Ainsi, l'accord financier entre la France et le Fonds signé le 12 octobre 2012 et entré en vigueur le 13 février 2013 pour un montant libellé en DTS équivalent au plus à 31,4 milliards d'euros. Voir la base de données « Base Pacte – Accords et Traités » du Ministère des affaires étrangères français.

⁵⁹⁵ CARREAU, JULLIARD, *op.cit.*, *Droit international économique*, Paris, Dalloz, pp. 661-689.

⁵⁹⁶ John W. HEAD, « The Global Financial Crisis of 2008-2009 in Context - Reflections on International Legal and Institutional Failings, "Fixes", and Fundamentals », *Global Business & Development Law Journal*, 2010, 23, pp. 43-112.

⁵⁹⁷ Fiche technique « Prêts du FMI pour les situations de crise », 25 avril 2014, disponible en ligne.

la crise financière. Il a mis en place des lignes de crédits⁵⁹⁸ et, agissant dans le cadre de ses prérogatives statutaires⁵⁹⁹, il s'est imposé comme l'opérateur incontournable pour coordonner les initiatives de gestion de l'endettement public international. Il a conduit les opérations de sauvetage en Grèce, en Irlande et au Portugal. Afin de garantir l'aide multilatérale des bailleurs de fonds internationaux, il s'est associé à la Commission européenne et à la BCE pour le contrôle de la mise en œuvre des programmes de restructuration de la dette : ces programmes ont pris la forme d'échanges des titres obligataires complétés par l'octroi de nouvelles lignes de crédit. Juridiquement, le droit existant relatif aux politiques du Fonds a été modifié, notamment dans la conditionnalité liée aux prêts, dans la surveillance exercée au titre de l'article IV et dans l'organisation de l'activité d'analyse et conseil⁶⁰⁰.

Cependant, il faut garder à l'esprit qu'un des soucis majeurs sur le marché international du crédit est de conserver la confiance des créanciers. Ces lignes de crédit conditionnelles du FMI, en stigmatisant les États les utilisant, ne peuvent que constituer un financement palliatif⁶⁰¹.

Même si le FMI n'est pas une banque centrale internationale, il agit en tant que prêteur en dernier ressort pour combler un vide institutionnel du système monétaire international⁶⁰². Le Fonds tient ce rôle sans que ses Statuts ne le prévoient⁶⁰³. Les propositions visant à lui attribuer cette tâche ont été débattues dès 1995 avec la crise

⁵⁹⁸ En 2009, il a instauré la ligne de crédit flexible (« *Flexible Credit Line* ») qui complète l'instrument de financement rapide (« *Rapid Financing Instrument* ») et la facilité de crédit rapide (« *Rapid Credit Facility* »). En 2010, le FMI a introduit la ligne de crédit de précaution (« *Precautionary Credit Line* ») remplacée en 2011 par la ligne de liquidité et de précaution (« *Precautionary and Liquidity Line* »). Parallèlement, des instruments de prévention des crises ont été mis en place : la ligne de crédit modulable (« *Flexible Credit Line* ») et la ligne de précaution et de liquidité (« *Precautionary and Liquidity Line* »). Voir la liste des fiches techniques sur le site du FMI : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/eng/list.aspx>.

⁵⁹⁹ Article IV, Section I des Statuts du Fonds monétaire international.

⁶⁰⁰ Emanuel CASTELLARIN, « La réforme institutionnelle du FMI : du 4ème au 7ème amendement : conséquence du changement des rapports de forces dans le monde ou de l'enseignement des crises ? », (Académie de droit international de La Haye, 2014), ; Michael BREEN, *The politics of IMF lending*, Palgrave Macmillan, 2013, pp. 161-175.

⁶⁰¹ TIROLE, « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 253-272. Il affirme même que ces mesures « étaient a priori une bonne idée, n'ont eu aucun succès et n'ont jamais été utilisées. ».

⁶⁰² FISCHER, « On the Need for an International Lender of Last Resort », *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 13, pp. 85-104.

⁶⁰³ Joseph P. JOYCE, *The IMF and global financial crises : Phoenix rising?*, New York, Cambridge University Press, 2013, pp. 52-71.

mexicaine⁶⁰⁴, lorsque le mécanisme de financement d'urgence fut créé en réponse aux besoins d'une assistance rapide. En raison des crises en Thaïlande, Indonésie et Corée du Sud, le débat s'est renforcé en 1997 pour mener à la création d'une facilité supplémentaire et formaliser ce rôle de prêteur en dernier ressort. La généralisation des crises financières pose la question de l'action du Fonds, notamment le cas de l'Argentine⁶⁰⁵. Si le système financier a besoin d'un prêteur en dernier ressort pour empêcher l'escalade de panique en cas de diminution des prix, ce rôle ne peut cependant pas servir à rassurer les emprunteurs individuels qui se sauraient d'une certaine manière rescapés, même en cas d'excès⁶⁰⁶. Un juste milieu est difficile à trouver entre le fait de toujours venir au secours du système financier pour éviter notamment la déflation tout en laissant planer le doute sur cette intervention afin que les spéculateurs, les banques et les États restent précautionneux⁶⁰⁷.

Ainsi, le FMI est l'institution par excellence au cœur de l'architecture financière internationale⁶⁰⁸. Il joue à la fois le rôle d'arbitre entre les créanciers et les débiteurs, celui de prêteur en dernier ressort et de gestionnaire de crise. Avec la crise, il été mis à contribution afin de bénéficier de son expertise des pays en développement. Il a dû adapter son acte constitutif et augmenter l'ampleur de son aide.

B. Le Fonds face aux nouvelles restructurations de la dette

Le Fonds a dû faire face aux nouvelles logiques de restructurations de la dette. Alors que depuis un demi-siècle les restructurations suivaient majoritairement une logique Nord-Sud, la logique a changé avec le cas de l'Europe: le nouveau Sud se trouve à l'intérieur du Nord. L'histoire des restructurations de dettes souveraines est à

⁶⁰⁴ Jeffrey SACHS, Aaron TORNELL, Andrés VELASCO, « The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold? », *Journal of International Economics*, 1996, 41, pp. 265-283.

⁶⁰⁵ Jan Joost TEUNISSEN, Age AKKERMAN, *The crisis that was not prevented : lessons for Argentina, the IMF, and globalisation*, The Hague, Fondad, 2003, 166p.

⁶⁰⁶ Cette idée de « *bail-out* » sous-jacente aux négociations avec les créanciers privés, abordée au Chapitre 5, est également au cœur du « *too big too fail* ».

⁶⁰⁷ Charles KINDLEBERGER, Z. Robert ALIBER, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, New York, Palgrave Macmillan, 2011, 6th ed, 318p. : leur approche de la crise est narrative, tandis que celle de Rogoff est plus empirique.

⁶⁰⁸ Il n'est plus seulement « *an honest broker between debtor countries and their creditor banks consists of serving as ultimate judge of the appropriate mix between the magnitude of a heavily indebted developing country's adjustment effort and the commitment to it of new external finance for its remaining balance of payments deficit.* » in E. Walter ROBICHEK, « International Monetary Fund: An Arbiter in the Debt Restructuring Process », *Columbia Journal of Transnational Law*, 1984, 23, pp. 143-154.

présent marquée par le nouveau chapitre de l'union monétaire⁶⁰⁹. L'assistance du FMI à la zone euro s'est concrétisée en 2008 et 2009 en Hongrie, Lettonie et Roumanie, avant d'être étendue à la Grèce au printemps 2010⁶¹⁰. En octobre 2009, le gouvernement grec révéla l'ampleur du déficit public du pays, caractérisé par un endettement risqué à court et moyen termes.

La situation se détériora rapidement : baisse de la confiance des marchés, crainte d'une dette insoutenable, dégradation de la notation grecque. En avril 2010, la Grèce fut exclue du marché obligataire. S'ensuivit une restructuration sans pareille pour l'histoire de l'Europe depuis un demi-siècle, souvent comparée aux Brady bonds proposés aux pays latino-américains dans les années 1980⁶¹¹. Les chefs de gouvernement de la zone euro et l'Institut de la finance internationale, regroupant les grandes banques et investisseurs institutionnels, proposèrent une participation du secteur public rassemblant l'Union européenne et le Fonds monétaire international. Cette proposition était accompagnée d'une offre du secteur privé. La plupart des obligations grecques étant détenues par des banques et des investisseurs institutionnels, ils étaient soumis à la pression des régulateurs et gouvernements nationaux. Un comité de créanciers semblable au Club de Londres des années 1980 chapeauta l'opération⁶¹². En 2011, le secteur privé s'orienta vers une acceptation de l'échange des obligations pour allonger leur maturité⁶¹³. Le 9 mars 2012, cet échange d'obligations des créanciers privés eut

⁶⁰⁹ LASTRA, *op.cit.*, « The Role of the International Monetary Fund », in *Sovereign Debt Management*, ed. by LASTRA and BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 49-68 ; Antonio Sáinz de VICUÑA, « Restructuring in a Monetary Union: Legal Aspects », *ibid.* ed. by Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 177-193.

⁶¹⁰ BISMUTH, « L'assistance financière du FMI aux Etats membres de la zone euro : de l'inconcevable au conventionnel (ou comment "conventionnaliser" l'inconcevable) », *Revue des affaires européennes*, 2012, pp. 747-758.

⁶¹¹ Voir à ce sujet : GUIER, *op.cit.*, « La position du Gouvernement américain en matière d'endettement des Etats : du plan Baker à l'initiative Brady », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by PUBLISHERS, 1995, pp. 111-137 ; Manuel MONTEAGUDO, « The Debt Problem: The Baker Plan (1985) And The Brady Initiative (1989) - History, Experience, Practice And Prospects », *ibid.* ed. by Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 139-164.

⁶¹² ZETTELMEYER, TREBESCH, GULATI, « The Greek Debt Restructuring: An Autopsy », *Economic Policy*, 2013, 28, pp. 513-563.

⁶¹³ Les quatre options sont les suivantes : 1) Un échange d'obligations au pair, soit une obligation à 30 ans avec un taux d'intérêt progressif de 4 % sur les 5 premières années, puis 4,5 % de 6 à 10 ans et enfin 5 % de 11 à 30 ans ; 2) Une offre d'obligation au pair à la valeur au pair, équivalent à un refinancement à échéance sous forme d'obligations à 30 ans avec un taux d'intérêt progressif identique à la première option ; 3) Un échange actualisé d'obligations qui réduit le montant et le service de la dette puisqu'il s'agit de 80 % de la valeur au pair sous forme d'obligation à 30 ans avec un taux d'intérêt de 6 % les 5 premières années, puis 6,5 % de 6 à 10 ans et enfin 6,8 % de 11 à 30 ans ; 4) Un échange actualisé d'obligations, également réducteur du montant et du service de la dette, 80 % de la valeur sous forme d'obligations à 15 ans avec un coupon unique de 5,9 %. Voir Bénédicte SERBINI, « Les enjeux de la

lieu, mais l'ISDA déclencha les CDS souverains grecs en estimant qu'il n'y avait pas eu de véritable consensus : il s'agissait donc d'un événement de crédit⁶¹⁴. Quant au secteur public, il s'engagea à financer la Grèce sous la forme de prêts du Fonds européen de stabilité financière associé au Mécanisme européen de stabilité financière, tous deux remplacés depuis le 1^{er} juillet 2013 par le Mécanisme européen de stabilité. Des lignes de crédit d'une maturité de 15 à 30 ans à intérêt réduit ont été ouvertes à la Grèce, en plus des garanties fournies par les États membres⁶¹⁵.

La Grèce, habituellement dans la catégorie des pays développés, s'est vue appliquer la politique traditionnelle de conditionnalité⁶¹⁶. Le Fonds a estimé qu'il s'agissait d'une crise de surendettement due à des politiques internes ; son assistance financière reposait donc sur la mise en œuvre de programmes de restructuration associant réduction des dépenses publiques et augmentation de la fiscalité⁶¹⁷. Mais cette intervention, motivée par des problématiques autant politiques qu'économiques, visait à rétablir la crédibilité du sauvetage grec pour les marchés financiers. Cette opération s'est traduite par un financement du déficit grec, et non par un rééquilibrage de la balance des paiements en vertu de ses Statuts.

En réponse à la crise en Grèce et à la situation de contentieux entre l'Argentine et les fonds voutours, le Fonds fait face à de nouveaux enjeux⁶¹⁸. En effet, il estime que les restructurations sont souvent *a minima* et interviennent trop tard, ce qui entraîne un

restructuration de la dette souveraine grecque pour le mécanisme européen de stabilité », *Cahiers du Laboratoire d'économie appliquée au développement*, 2011, 16p.

⁶¹⁴ De fait, la loi grecque (Greek Bondholder Act, 4050/12, 23 février 2012) prévoyait une restructuration avec le consentement d'une majorité qualifiée des créanciers et instaurait ainsi une condition assimilable à une clause d'action collective rétroactive aux contrats obligataires grecs de droit grec.

⁶¹⁵ Au 31 juillet 2013, il s'agit d'un total de 133,04 milliards d'euros pour une maturité moyenne de 30,48 ans : voir les chiffres publiés sur le site du Mécanisme européen de stabilité financière.

⁶¹⁶ CARREAU, *op.cit.*, « La surveillance internationale des politiques budgétaires », in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, ed. by SOREL and CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 81-86.

⁶¹⁷ La Grèce a dû baisser le nombre des fonctionnaires, privatiser des services et entreprises publics, réformer le marché de l'emploi, diminuer les salaires, avantages sociaux et pensions versées aux retraités. En réaction, le parti politique Syriza a accédé au pouvoir en Grèce le 25 janvier 2015 en promettant de mettre un terme à cette austérité. Voir à cet égard l'ouvrage : Yánis VAROUFAKIS, *Le Minotaure planétaire : l'ogre américain, la désunion européenne et le chaos mondial*, Paris, Éditions du Cercle, 2015, 384p.

⁶¹⁸ IMF, « Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013. Les considérants du traité MES font référence à la pratique du FMI, dont le 5^{ème} but présenté à l'Article I(v) est « de donner confiance aux États membres en mettant les ressources générales du Fonds temporairement à leur disposition moyennant des garanties adéquates, leur fournissant ainsi la possibilité de corriger les déséquilibres de leurs balances des paiements sans recourir à des mesures préjudiciables à la prospérité nationale ou internationale. ».

échec dans le rétablissement de la soutenabilité de la dette et dans l'accès durable au marché financier. Il étudie les limites contractuelles actuelles. La restructuration de la dette grecque a bénéficié de l'introduction de mécanismes juridiques destinés à rééquilibrer la situation. Contrairement aux anciens titres, les nouveaux contiennent toutes les clauses standard de protection des créanciers et l'ensemble contractuel est soumis au droit anglais et non au droit local. Pour lier les créanciers publics et privés, les nouveaux titres sont organisés dans un accord de co-financement (« *co-financing agreement* »). Afin de lutter contre les stratégies des créanciers récalcitrants, des clauses d'action collective ont été introduites. Mais le Fonds souhaite les renforcer. L'approche actuelle fondée sur une vision de marché de restructuration de la dette est devenue moins efficace pour surmonter le problème généralisé des actions collectives. Par conséquent, l'intégration de clauses plus « robustes » dans les obligations de dette souveraine est nécessaire⁶¹⁹.

Le Fonds inventorie également des techniques pour empêcher que ses ressources ne soient utilisées pour rembourser les créanciers privés. En effet, depuis 2010, il participe à hauteur d'un tiers aux programmes de renflouement dont la majorité des fonds sont destinés aux créanciers privés⁶²⁰. Cette situation peut endommager la crédibilité de ses analyses de soutenabilité de la dette et remettre en cause son statut de créancier privilégié. En Grèce, son aide, conventionnalisée dans le traité MES, est censée fonctionner conjointement avec le MES. Mais les niveaux, international et européen, ne se juxtaposent pas toujours et fournissent pour l'instant une solution ponctuelle. Or l'augmentation des prêteurs officiels nécessite un renforcement du cadre juridique de l'implication du secteur officiel (« *official sector involvement* »), notamment pour les créanciers n'appartenant pas au Club de Paris.

L'implication du secteur officiel renvoie à la question du partage des risques entre créanciers. En effet, cette répartition entre secteur public et secteur privé doit être

⁶¹⁹ « *There is merit in considering whether a more robust form of aggregation clause could be designed and successfully introduced into international sovereign bonds.* » in IMF, « *Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework* », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013. Voir la note spécifique d'orientation : IMF, « *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries* », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013.

⁶²⁰ Marco COMMITTERI, Francesco SPADAFORA, « *You Never Give Me Your Money? Sovereign Debt Crises, Collective Action Problems, and IMF Lending* », IMF, 2013.

négociée, tout en statuant sur les conséquences qui en découlent. Pour l'instant, aucune option n'a clairement prévalu.

Le FMI se positionne au cœur d'une consultation plus large concernant la mise en place d'un cadre juridique sur la restructuration de la dette souveraine⁶²¹. Pour résoudre les différents problèmes posés, alors que les initiatives politiques se sont centrées sur les clauses d'action collective, il a plaidé pour la création d'une nouvelle institution proposant un mécanisme international de restructuration de la dette souveraine⁶²².

II. Le FMI au cœur des propositions juridiques de gestion de la restructuration

La résolution *ad hoc* des crises internationales de la dette et l'implication de différentes catégories d'acteurs, notamment les organisations financières internationales, les clubs informels, les autorités nationales et les institutions financières privées ont été jugées inefficaces. Depuis une vingtaine d'années, le Fonds examine les aspects juridiques, institutionnels et procéduraux en suivant deux approches : une statutaire permettant à un État débiteur et à une majorité qualifiée de créanciers d'obtenir un accord s'imposant à tous les créanciers (A.), et une contractuelle qui implique des clauses de restructuration de la dette. Tandis que la première a été abandonnée (B.), la seconde a prospéré.

A. La proposition statutaire : le mécanisme de restructuration de la dette souveraine

La proposition statutaire renvoie au mécanisme de restructuration de la dette souveraine. L'idée d'un tel mécanisme n'est pas nouvelle : une procédure de faillite internationale adaptée des chapitres 9 et 11 du code de la faillite américain fut proposée pour répondre à la crise touchant le Mexique. Le FMI serait réorganisé pour agir en tant que tribunal de la dette plutôt que comme prêteur en dernier ressort⁶²³. Ce tribunal international de la dette fait écho aux rapports de la CNUCED sur le commerce et le

⁶²¹ PETCH, *op.cit.*, *Legal Implications of the Euro Zone Crisis. Debt Restructuring, Sovereign Default and Euro Zone Exit*, Kluwer Law International, pp. 50-54.

⁶²² PANIZZA, STURZENEGGER, ZETTELMEYER, « The Economics and Law of Sovereign Debt and Default », *Journal of Economic Literature*, 2009, 47, pp. 651-698.

⁶²³ SACHS, *op. cit.* ; Steven L. SCHWARCZ, « Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach », *Cornell Law Review*, 2000, 85, pp. 956-1034.

développement qui appellent en 1986 et 1998 à la mise en place d'un cadre international de l'insolvabilité pour les débiteurs souverains⁶²⁴. La tâche de perfectionnement de ces mécanismes internationaux de gestion de la dette fut confiée au FMI. Dans les années 1990, Michel Camdessus et Stanley Fischer suggérèrent que l'Article VIII Section 2(b) des Statuts du FMI soit interprété comme conférant une protection souveraine des litiges⁶²⁵. En 1995 et 1996, le FMI chercha à adapter les règles du financement bancaire des pays en développement⁶²⁶. L'opportunité d'un régime de faillite souveraine se renforça avec la défaillance de l'Argentine à l'automne 2001 qui consolida la volonté d'une réforme ambitieuse⁶²⁷. À partir de 2001, le Fonds monétaire international désigna son projet sous l'appellation de mécanisme de restructuration de la dette souveraine (« *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* »)⁶²⁸. Il le présenta comme un dispositif conçu pour pallier un manque dans l'architecture financière internationale⁶²⁹.

La mise en œuvre d'un cadre juridique négocié destiné à réorganiser la dette des États doit nécessairement suivre une approche graduée⁶³⁰. Les partisans du mécanisme y voient une solution qui faciliterait, avec le recours à la médiation et à l'arbitrage, une égalité de traitement entre les États. Adopter ce projet implique de considérer que faire défaut est une possibilité qui réduit le coût de la résolution de la crise de la dette⁶³¹. Le postulat est que les suspensions ordonnées du service de la dette valent mieux que des défauts de paiements désordonnés. Les opposants au projet cristallisent leur

⁶²⁴ CNUCED, Rapport sur le commerce et le développement 1986, Nations Unies, New York et Genève ; CNUCED, Rapport sur le commerce et le développement 1998, Nations Unies, New York et Genève, p. 8 : « *Le mieux [...] serait de généraliser l'application de principes relatifs à l'insolvabilité tels que ceux qui sont énoncés au chapitre 11 du Code des faillites des États-Unis.* ».

⁶²⁵ Cette proposition reste une alternative plus modeste à un mécanisme global qui permettrait d'interpréter largement l'Article VIII Section 2(b) de façon à imposer une conduite temporaire à l'action des créanciers. Il faudrait néanmoins une interprétation autoritaire par le biais de l'Article XXIX(a). Voir François GIANVITI, « The Reform of the International Monetary Fund (Conditionality and Surveillance) », *The International Lawyer*, 2000, 34, pp. 107-116.

⁶²⁶ Jérôme SGARD, « The IMF meets commercial banks : sovereign debt restructurings between 1970 and 1989 », *mimeo*, 2012, 31p.

⁶²⁷ Kenneth ROGOFF, Jeromin ZETTELMEYER, « Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001 », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002, pp. 470–507.

⁶²⁸ Anne KRUEGER, « International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », in *National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute*, ed. by International Monetary Fund (Washington, D.C., 2001),

⁶²⁹ Anne KRUEGER, « A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », Washington, D.C., International Monetary Fund, 2002.

⁶³⁰ Sean HAGAN, « Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt », *Georgetown Journal of International Law*, 2005, 36, pp. 299-402.

⁶³¹ « *Une meilleure approche serait de reconnaître que le défaut de paiement est un trait naturel du mécanisme de marché, et non quelque chose qu'il faut éviter à tout prix.* » in Andrew G. HALDANE, Mark KRUGER, « The Resolution of the International Financial Crisis », *Banque of Canada Review, Banque of England*, 2001.

argumentation sur l'affirmation que la création d'un mécanisme augmente le coût de la résolution, tout comme l'introduction des clauses d'action collectives augmente la probabilité de défaut⁶³².

La proposition la plus détaillée est celle discutée par le Conseil d'administration du FMI entre 2002 et 2003⁶³³. Ce mécanisme, présenté par la directrice générale adjointe du FMI Anne Krueger, a été modifié à plusieurs reprises⁶³⁴. La proposition finale comprend quatre piliers. Le premier renvoie à l'action majoritaire grâce à laquelle une majorité qualifiée de créanciers souverains pourrait « *conclure un accord qui aurait force contraignante pour tous les créanciers engagés dans le processus de restructuration* ». Le deuxième repose sur la prévention des recours en justice perturbateurs afin de « *dissuader les créanciers de chercher à renforcer leur position en intentant des actions en justice durant le processus de restructuration* ». Le troisième s'attache à la protection de l'intérêt des créanciers par « *un dispositif de sauvegarde donnant aux créanciers des assurances suffisantes de protection de leurs intérêts pendant le processus de restructuration* ». Le quatrième garantit un financement prioritaire⁶³⁵.

En partant du constat que la désintermédiation des flux de capitaux rend difficile toute restructuration de dette souveraine, le FMI cherche à créer une loi de faillite souveraine adossée à la création d'un tribunal : un même mécanisme d'ensemble permet une renégociation rapide et structurée. Il prévoit des possibilités de moratoire et de suspension de dettes, des modalités de restructuration adoptées par une majorité qualifiée de créanciers s'imposant aux créanciers minoritaires⁶³⁶. Avec l'instauration d'un forum de résolution des différends, le règlement de la dette souveraine deviendrait

⁶³² Or on a démontré très tôt, avec le cas du Mexique, que les clauses d'action collective n'ont aucune incidence sur le coût du financement : voir Torbjörn BECKER, Anthony RICHARDS, Yungyong THAICHAROEN, « Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly? », Washington D.C., International Monetary Fund, 2001, 42p.

⁶³³ FMI, « Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism », Washington D.C., International Monetary Fund, 2003.

⁶³⁴ Les deux problèmes les plus importants restent le « *design of a standstill on payments* » et l'imposition d'un « *stay on creditor litigation* ». Voir FMI, « Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism », Washington D.C., International Monetary Fund, 2003, *ibid.*

⁶³⁵ FMI, « Propositions pour un mécanisme de restructuration de la dette souveraine », Fiche technique, janvier 2003.

⁶³⁶ Rodrigo OLIVARES-CAMINAL, « Is there a need for an international insolvency regime in the context of sovereign debt? A case for the use of corporate debt restructuring techniques », *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2009, 24, pp. 21-34.

juridictionnel au plan international⁶³⁷. La mise en place du mécanisme de restructuration de la dette souveraine revient à créer à un niveau international une procédure de faillite des États, en s'inspirant du droit des faillites nord-américain, notamment les dispositions du *Chapter 11* du code de la faillite américain, et un forum de résolution des différents indépendants qui vérifierait les plaintes⁶³⁸. Les partisans de ce mécanisme soutiennent qu'il remplirait un vide du système financier international en fournissant un cadre qui permettrait de résoudre les problèmes des actions collectives et de la coordination des créanciers tout en encourageant les États endettés et leurs créanciers à restructurer avant que la situation ne soit trop critique et qu'il y ait un défaut⁶³⁹. Les principales caractéristiques et évolutions du mécanisme de restructuration de la dette souveraine développé par le FMI sont exposées dans le tableau suivant.

Mécanisme	Aspect juridique	Réorganisation financière	Restructuration de la dette	Restriction des créanciers récalcitrants
1^{ère} version en 2001	Contrôle du capital et suspension automatique	Créanciers préférentiels et prêt limité du FMI	Négociations supervisées par le FMI et programme du FMI	Vote à la majorité et arbitration proposée
2^{ème} version en 2002	Arrêt des paiements Suspension courte qui peut être renouvelée sur vote à la majorité des créanciers	Statut de créanciers préférentiels pour de nouveaux prêts	Négociations supervisées par une agence neutre et programme du FMI	Vote à la majorité des créanciers de toute catégorie
3^{ème} version en 2003	Décision fondée sur le vote d'une majorité de créanciers	Statut de créanciers préférentiels pour de nouveaux prêts sur décision d'une majorité de créanciers	Négociations avec les créanciers et programme du FMI	Vote à la majorité des créanciers de toute catégorie

Source : Tableau adapté de l'ouvrage de Rodrigo OLIVARES-CAMINAL⁶⁴⁰

⁶³⁷ FMI, « Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on a Statutory Sovereign Debt Restructuring Mechanism », 8 avril 2003.

⁶³⁸ Patrick BOLTON, Olivier JEANNE, « Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime », Washington D.C., International Monetary Fund, 2007.

⁶³⁹ Anne O. KRUEGER, Sean HAGAN, « Sovereign Workouts: An IMF Perspective », *Chicago Journal of International Law*, 2005, Vol. 6, pp. 203-218.

⁶⁴⁰ Rodrigo OLIVARES-CAMINAL, *Legal Aspects of Sovereign Debt Restructuring*, Sweet & Maxwell, 2009, p. 156.

B. L'abandon du mécanisme de restructuration de la dette souveraine

Le projet de mécanisme de restructuration de la dette souveraine a été abandonné en 2003⁶⁴¹, au profit de l'approche contractuelle. Le processus interne de prise de décisions suppose un consensus : une série de documents techniques fut présentée par les promoteurs du projet, mais il manqua un accord réel sur la définition d'un régime de faillite et sur les objectifs à atteindre⁶⁴². Finalement, la proposition ne reçut pas le soutien requis politiquement⁶⁴³. Elle n'obtint pas l'appui de la majorité qualifiée requise des actionnaires du FMI, ce qui entrava toute forme de mise en œuvre d'un amendement des Statuts⁶⁴⁴.

Les limites intrinsèques du mécanisme restent l'inefficacité en cas de non coopération de certains États avec des opérateurs privés de leur nationalité. Quant aux difficultés juridiques, la détermination de la loi applicable en cas de litige renvoie inévitablement à l'absence de régime international. La proposition était révolutionnaire puisqu'on créait une juridiction supranationale dotée de l'autorité d'homologuer et d'imposer une décision prise à la majorité qualifiée. Or la coopération entre les tribunaux nationaux et le tribunal de la dette reste à envisager : un contrat de droit français ou allemand pourrait être réécrit par ce tribunal multilatéral, substitué au juge français ou allemand. Enfin, tout comme pour les sentences arbitrales, les modalités d'exécution des décisions potentiellement obtenues restent difficiles à déterminer pour qu'elles soient internationalement applicables.

Par ailleurs, l'impact des fondations politiques du FMI et son implication sont critiqués : il serait en situation de conflit d'intérêts de par son rôle de créancier *de facto*, de juge de l'insolvabilité et de partie. Pourtant, en tant qu'institution financière internationale, il détient une part cruciale de la gestion des dettes souveraines.

⁶⁴¹ Le débat sur le MRDS a été enterré : voir IMF SURVEY, « IMF needs to do far more to help countries learn from each other's success and failures: interview with Mark Allen », Washington, D.C., International Monetary Fund, 2004. Mais réouvert en avril 2013 : IMF, « Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013*op. cit.*

⁶⁴² Brad SETSER, « The Political Economy of the SDRM », in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, ed. by Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO, and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, Chapter 12.

⁶⁴³ Richard EULISS, « The Feasibility of the IMF's Sovereign Debt Restructuring Mechanism: An Alternative Statutory Approach to Mollify American Reservations », *American University International Law Review*, 2003, 19, pp. 107-151.

⁶⁴⁴ Jérôme SGARD, « Crise de la dette souveraine : l'action multilatérale après le rejet de la proposition Krueger », *La lettre du Centre d'études prospectives et d'informations internationales*, 2003, 223, pp. 1-4.

Aujourd'hui, son action concrète en matière d'assistance évolue en fonction inverse de la participation du système bancaire privé au financement des politiques économiques des États⁶⁴⁵. Beaucoup d'opposants aux réformes financières internationales, notamment en matière de restructuration de la dette souveraine, ont cherché à déprécier les fondations du FMI. La non-adoption d'une des propositions les plus abouties en la matière est due à l'absence de canal institutionnel satisfaisant en dépit d'une idée novatrice⁶⁴⁶. Cette dernière a d'ailleurs été reprise par le gouvernement allemand en 2010-2011 pour apporter une réponse à la crise grecque.

En dépit de l'échec de son adoption, le débat met en lumière une problématique ancienne à laquelle aucune réponse concrète n'a encore été apportée. Il a le mérite de rappeler les nécessités d'une réforme dans ce domaine⁶⁴⁷. Certains créanciers du secteur privé redoutaient que l'instauration du MRDS reviennent à favoriser le secteur public. Cette crainte faisait écho à l'exclusion des dettes du Club de Paris des opérations du MRDS à laquelle réagirent les associations professionnelles du secteur privé⁶⁴⁸.

Par la suite, le FMI a soutenu le recours aux clauses d'action collective et continue ses travaux sur cet outil contractuel. La rédaction des clauses d'action collective et de *pari passu* proposées en août 2014 par l'ICMA sont longuement étudiées dans les publications du FMI. Ces clauses sont depuis octobre 2014 utilisées pour les nouveaux titres obligataires émis au Kazakhstan, au Mexique, au Vietnam, en Éthiopie et au Belize. Disponible sur le site de l'ICMA, la clause standard *pari passu* applicable aux titres de dette souveraine est la suivante :

« The Notes are the direct, unconditional and unsecured obligations of the Issuer and rank and will rank pari passu, without preference among themselves, with all other unsecured External Indebtedness of the Issuer, from time to time outstanding, provided, however, that the Issuer shall have no obligation to effect equal or rateable payment(s) at any time with

⁶⁴⁵ DAILLIER, FORTEAU, DINH, PELLET, *op.cit.*, *Droit international public*, Paris, L.G.D.J., pp. 1192 et suiv.

⁶⁴⁶ Daniel K. TARULLO, « The Role of the IMF in Sovereign Debt Restructuring », *Chicago Journal of International Law*, 2005, Vol. 6, pp. 287-309.

⁶⁴⁷ Eduardo BORENSZTEIN, Marcos CHAMON, Olivier JEANNE, Paolo MAURO, Jeromin ZETTELMEYER, « Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention », Washington D.C., International Monetary Fund, 2004, 72p.

⁶⁴⁸ JOSSELIN, « Regime Interplay in Public-Private Governance: Taking Stock of the Relationship Between the Paris Club and Private Creditors Between 1982 and 2005 », *Global Governance*, 2009, 15, pp. 521-538 qui parle d'un gang d'associations du secteur privé en désignant l'action conjointe de l'*Emerging Markets Traders Association*, l'*International Primary Market Association*, l'*International Securities Markets Association*, la *Security Industry Authority* et la *Bond Market Association*.

respect to any such other External Indebtedness and, in particular, shall have no obligation to pay other External Indebtedness at the same time or as a condition of paying sums due on the Notes and vice versa. »

La clause d'action collective est largement développée pour organiser au maximum les négociations entre créanciers en cas de restructuration⁶⁴⁹.

Après avoir étudié l'implication du FMI dans les rééchelonnements, il s'agit à présent d'élargir l'analyse afin d'envisager les mesures de gestion *ex ante* que les institutions financières internationales ont conçues.

Section 2. Les institutions financières internationales et la gestion de la dette

Selon les propos de John Maynard Keynes, à l'origine la Banque mondiale s'occuperait des crédits à long terme pour des projets du secteur public dans le cadre de la reconstruction et du développement. Le Fonds monétaire international prêterait sur de courtes périodes pour aider les États à stabiliser leurs finances⁶⁵⁰. Les deux activités devaient être distinctes et aucune collaboration ou consultation régulière n'étaient prévues. Cependant, le FMI commença à prêter sur de plus longues périodes et pour des questions structurelles, tandis que la Banque mondiale accorda des crédits pour des projets plus spécifiques. Leur collaboration s'avéra nécessaire⁶⁵¹.

En matière d'endettement souverain, la dette des États auprès de la Banque mondiale et du FMI fait l'objet d'une gestion commune (I.). Ces deux institutions financières jouent un rôle majeur dans le domaine du développement. Leur mission s'organise autour de programmes destinés à stabiliser la situation des États endettés (II.).

⁶⁴⁹ Voir l'annexe 3.

⁶⁵⁰ Keynes présente « Master Fund » (le FMI) et « Miss Bank » (la Banque mondiale) comme des jumeaux dans un discours de mars 1946 lors de la réunion inaugurale des gouverneurs à Savannah, Georgie, États-Unis : voir la transcription Roy Harrod, *The Life of John Maynard Keynes*, London, Macmillan & Co. Ltd, 1951, pp. 631-632.

⁶⁵¹ James M. BOUGHTON, *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990-1999*, Washington, D.C., International Monetary Fund, 2012, pp. 81-96.

I. Le surendettement souverain à l'encontre du développement

Les organisations financières internationales, en s'appuyant sur le principe des pouvoirs implicites⁶⁵², s'adaptent aux besoins de leurs membres (A.). Alors que le Fonds monétaire international permet une intervention rapide en cas de crise, la Banque mondiale s'est orientée vers la gestion de l'accès des États au financement. Cet ensemble d'attributions est orienté vers la gestion du surendettement (B.).

A. La Banque mondiale et le FMI, initiateurs de la gestion du surendettement

Comme étudié dans le premier chapitre, la Banque est l'opérateur privilégié du financement des projets de développement économique. Ses Statuts prévoient la prise en compte de l'intérêt de l'État⁶⁵³ dans les projets financés⁶⁵⁴. En période de crise, loin d'être un modèle dépassé par le secteur financier, elle redéploie son activité dans le domaine de la gestion de la dette des États⁶⁵⁵. Selon ses Statuts, elle est tenue de renégocier ses créances avec les États défaillants⁶⁵⁶. Tout comme le FMI, des dispositions relatives à son immunité de juridiction sont prévues⁶⁵⁷. L'assistance de la Banque mondiale est limitée aux pays en développement, dans la mesure où la plupart de ses programmes s'adresse à ces États⁶⁵⁸. Forte d'une expertise en matière de dette

⁶⁵² Dominique CARREAU, Fabrizio MARRELLA, *Droit international*, Paris, Pedone, 2012, Onzième édition XV, N° 168 s.

⁶⁵³ Article III, Section 4(v) : « En accordant ou en garantissant un prêt, la Banque examinera avec soin la probabilité que l'emprunteur [...] soit en mesure de faire face aux obligations afférentes à ce prêt ; de plus, la Banque doit agir avec prudence, dans l'intérêt tant de l'État membre particulier sur les territoires duquel le projet doit être réalisé que de la collectivité des États membres. ».

⁶⁵⁴ Article III, Section 4(vii) : « les prêts accordés ou garantis par la Banque doivent, sauf dans des circonstances spéciales, servir à réaliser des projets individualisés de reconstruction ou de mise en valeur. ».

⁶⁵⁵ SOREL, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *Annuaire Français de Droit International*, 2006, pp. 481-504.

⁶⁵⁶ Article IV, Section 7 : « En cas de défaut de paiement affectant des prêts effectués par la Banque, auxquels elle a participé ou qu'elle a garantis : (a) La Banque conclura tous accords praticables pour ajuster les obligations résultant des prêts, y compris tous arrangements prévus par la section 4 (c) du présent article ou arrangements similaires. ».

⁶⁵⁷ Article VII, Section 3 : « La Banque ne peut être poursuivie que devant un tribunal ayant juridiction sur les territoires d'un État membre où elle possède un bureau, a désigné un agent chargé de recevoir les significations ou notifications de sommations ou a émis ou garanti des titres. Aucune action judiciaire ne pourra cependant être intentée par des États membres ou par des personnes agissant pour le compte desdits États, ou faisant valoir des droits cédés par ceux-ci. Les biens et avoirs de la Banque où qu'ils soient situés et quel qu'en soit le détenteur, seront à l'abri de toute forme de saisie, d'opposition ou d'exécution tant qu'un jugement définitif n'aura pas été prononcé contre la Banque. ».

⁶⁵⁸ Dalvinder SINGH, « The Role of the IMF and World Bank in Financial Sector Reform and Compliance », in *Redefining sovereignty in international economic law*, ed. by Wenhua SHAN and Penelope SIMONS, Oxford, Hart, 2008, pp. 331-362.

publique qui remonte aux années 1960⁶⁵⁹ et malgré les critiques et les carences de ses programmes, la Banque se présente comme le coordinateur général des créanciers publics, notamment des banques régionales. En termes de fonds mis à disposition, elle compte un ensemble de produits destinés aux États, à travers des prêts, des dons, des subventions, des garanties⁶⁶⁰. D'autres institutions financières complètent cette action : le FMI possède des programmes destinés à ces États et les banques régionales de développement assurent un complément à ce dispositif⁶⁶¹. Au sein de l'Union européenne, on assiste même à un regroupement régional de l'aide par une communautarisation de l'aide au développement⁶⁶².

Le programme de gestion de la dette le plus connu s'inscrit dans le cadre de l'aide au développement. La crise des années 1980 a posé la question de la soutenabilité de la dette. Lors du Sommet de Toronto en 1989, les États créanciers annulèrent une partie des dettes bilatérales des États les plus pauvres⁶⁶³. Au milieu des années 1990, la communauté internationale constata que les mécanismes existants d'allègement de la dette aux pays les plus pauvres étaient inadéquats pour résoudre leur situation. En 1996, le président de la Banque mondiale et le directeur général du FMI proposèrent un cadre de résolution des problèmes de la dette pour les pays les plus endettés lorsque les mécanismes existants d'allègement n'étaient pas suffisants. Face à l'impossibilité de résoudre la situation de surendettement de certains États, les créanciers publics internationaux ont mis en place le programme d'allègement de la dette au titre de l'initiative pour les pays pauvres très endettés. Premier effort concerté et simultané pour soulager la dette multilatérale d'un nombre défini d'États, ce programme permet de coordonner les restructurations et d'assurer un refinancement nécessaire à leur viabilité.

⁶⁵⁹ Face à l'accroissement des indicateurs d'endettement, elle lançait l'alerte en arguant que les problèmes des pays en développement venaient d'emprunts et de prêts imprudents : voir le rapport annuel de la BIRD 1964/1965, pp. 57-63.

⁶⁶⁰ Banque MONDIALE, « Manuel du service de la dette », Washington D.C., World Bank, 2009.

⁶⁶¹ Voir l'exemple de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement : Felicitas CHEN, « The Correlation between Human Rights and the Loan Policies of the World Bank and the EBRD », in *Ethics and human rights in a globalized world : an interdisciplinary and international approach*, ed. by Klaus HOFFMANN-HOLLAND, Mohr Siebeck, 2009, pp. 239-253.

⁶⁶² BUE, « La politique de développement de l'Union européenne : réformes et européanisation », *Critique internationale*, 2011, 53, pp. 83-99.

⁶⁶³ Opération régulièrement renouvelée, il s'agit de « dettes à l'égard de la communauté internationale – universelle ou régionale – dont le non-remboursement affecterait l'existence même de ces institutions ; celles-ci verraient non seulement leur capacité de prêts diminuer faute de renouvellement de leurs ressources mais aussi leur possibilité d'accès au marché financier rendue plus coûteuse en raison d'une crédibilité financière atteinte ». Voir CARREAU, « Le rééchelonnement de la dette extérieure des Etats », *Journal du Droit International*, 1985, 112, pp. 5-48.

Cette initiative était exceptionnelle car pour la première fois, elle intégrait tous les créanciers pour résoudre d'une manière commune la question de l'endettement. Elle a progressivement été améliorée et ajustée depuis sa création en 1996.

En 2005, elle a été complétée et renforcée par l'initiative d'allègement de la dette multilatérale qui vise au-delà des allègements de dette prévus précédemment en concédant une remise totale de la dette due à l'Association internationale de développement, au FMI et à la Banque africaine de développement⁶⁶⁴. Son fonctionnement est chapeauté par les institutions de Bretton Woods mais la décision finale revient à chaque institution⁶⁶⁵ : le FMI accorde une annulation totale et immédiate pour les États remplissant ses conditions ; l'AID prévoit une annulation progressive sur une période de quarante ans tandis que la BAfD annule la totalité de la dette non payée par les PPTTE ayant atteint le point d'achèvement. En 2007, la mesure a été étendue à la Banque interaméricaine de développement pour cinq États latino-américains : la Bolivie, la Guyane, Haïti, le Honduras et le Nicaragua. En pratique, dès lors qu'un État atteint le point d'achèvement défini par le programme, tous les créanciers publics – et certains créanciers privés – sont tenus d'amender leurs contrats pour réduire la valeur nette de la dette qui leur est due⁶⁶⁶. Cette modification contractuelle vise à assurer un rééquilibrage de l'endettement pour assainir les finances publiques. Pour veiller à ce que l'allègement de la dette ne réduise pas leur capacité de prêts du FMI et de la Banque mondiale, les membres du G8 de l'époque se sont engagés à en couvrir le coût.

⁶⁶⁴ « Au titre de l'IADM, le FMI, l'Association internationale de développement (AID) de la Banque mondiale et le Fonds africain de développement, rejoints en 2007 par la Banque interaméricaine de développement, ont annulé 100 % de leurs créances admissibles sur les pays qui avaient atteint, ou allaient atteindre, le point d'achèvement au titre de l'initiative PPTTE. ».

⁶⁶⁵ « Le FMI et la Banque mondiale coopèrent étroitement à la mise en œuvre et au suivi de l'IADM, s'agissant notamment de la vérification de l'admissibilité des pays à un allègement au titre de cette initiative et du suivi des dépenses liées aux OMD après l'annulation de la dette. [...] Bien que l'IADM soit une initiative commune de plusieurs institutions financières internationales, la décision d'octroi d'un allègement de dette relève en définitive de la responsabilité distincte de chaque institution, et le champ et les modalités d'application peuvent varier de l'une à l'autre. » Voir FMI, « L'initiative d'allègement de la dette multilatérale », Fiche technique, 31 mars 2014.

⁶⁶⁶ GUDER, *op.cit.*, *The Administration of Debt Relief by the International Financial Institutions: A Legal Reconstruction of the HIPC Initiative*, Berlin, Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co. K, pp. 131-190.

B. L'expérience de renégociation et d'allègement

Ces décisions interviennent dans le cadre des objectifs du millénaire pour le développement de l'ONU afin de diminuer de moitié la pauvreté d'ici à 2015⁶⁶⁷. Cet allègement du fardeau de la dette est complété par le renforcement des capacités de gestion de la dette. Le traitement de l'endettement souverain des pays en développement a évolué au cours du dernier quart de siècle en faveur d'une prise en compte de la réduction de la pauvreté. La gestion de la dette est complexe car peu de résultats concrets de réduction de la pauvreté existent et la capacité des pays pauvres très endettés à consacrer une plus grande part des dépenses publiques pour les programmes sociaux est toujours restreinte. Le fondement théorique de ces programmes est que la dette compromet la croissance économique⁶⁶⁸. Les initiatives PPTTE et IADM ont été couronnées de succès puisqu'elles ont permis de réduire les dettes des pays les plus pauvres à un niveau soutenable. On peut voir dans l'apurement du passif de ces États un jubilé moderne de la dette⁶⁶⁹.

Cependant, plusieurs critiques ont été formulées à l'égard de ces initiatives⁶⁷⁰. En plus d'être lourde et exigeante, la procédure de sélection ne concerne qu'un nombre restreint d'États. Surtout, l'implication des créanciers privés est limitée. L'assistance financière provient d'une part des créanciers bilatéraux publics et privés sous la forme d'une réduction du stock de la dette à hauteur de quatre-vingt pour cent. Mais les créanciers privés ne sont pas tous inclus, il y a un manque d'ambition de l'initiative car aucune solution durable au surendettement n'est avancée. Un développement futur est attendu⁶⁷¹. Des incohérences sont dénoncées : des États pauvres ne bénéficient pas de l'aide car ils ne sont pas assez endettés, tandis que d'autres plus endettés mais moins pauvres y ont droit. En termes de méthode, l'appréhension et la perception du développement sont critiquables : la croissance économique et la gestion budgétaire, financière et macroéconomique sont envisagées sans se poser suffisamment la question des droits sociaux et culturels et du développement des droits de l'homme.

⁶⁶⁷ Banque mondiale, « Allègement de la dette », juillet 2011.

⁶⁶⁸ Nancy BIRDSALL, John WILLIAMSON, Brian DEESE, *Delivering on Debt Relief: From IMF Gold to a New Aid Architecture*, Washington D.C., Center for Global Development, 2002, 179p.

⁶⁶⁹ Jürgen KAISER, Adele WEBB, « The biblical Jubilee and modern state insolvency », Berlin, Erlassjahr.de, 2010.

⁶⁷⁰ Yves TAVERNIER, « Rapport d'information sur les activités et le contrôle du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale », Assemblée nationale, 2000.

⁶⁷¹ Susan PARK, Antje VETTERLEIN, *Owning Development. Creating Policy Norms in the IMF and the World Bank*, New York, Cambridge University Press, 2010, 307p.

Juridiquement, le processus d'allégement de la dette à travers les initiatives PPTE et IADM n'est pas déterminé par une relation contractuelle contraignante mais par des principes reconnus du droit international, tels que l'obligation de coopérer du FMI et de la Banque mondiale avec d'autres organisations internationales en vertu de leur mandat de développement. L'absence d'engagements juridiques révèle le caractère de *soft law*. À cet égard, on peut néanmoins considérer qu'il s'agit du produit d'un cadre institutionnel et d'un processus décisionnel. Les actes accomplis sont juridiquement valables. Pour la Banque mondiale, l'initiative PPTE est un « *international agreed (but non-binding) framework* ». Tant que les parties se conforment à ce cadre juridiquement non contraignant, leur comportement est couvert par le principe de l'estoppel. Progressivement, la pratique peut s'établir de manière permanente et devenir une coutume. Par conséquent, le degré de normativité de ces actes peut à long terme être supérieur à leur nature juridique⁶⁷².

Enfin, il n'y a aucune reconnaissance de la doctrine de la dette odieuse ni de remise en cause définitive des conditionnalités des institutions financières internationales. La dette odieuse, théorisée en 1927⁶⁷³, n'a jamais été formellement adoptée par une Cour ou une décision de justice⁶⁷⁴. Selon cette doctrine, le principe *pacta sunt servanda* serait limité aux dettes contractées dans l'intérêt général de la collectivité⁶⁷⁵. Mais répudier une dette n'implique pas que les citoyens obtiendront un avantage des restructurations de dettes⁶⁷⁶. Le débat sur la dette odieuse ou illégitime continue dans le cadre de la CNUCED⁶⁷⁷. En élargissant le champ d'analyse au droit international et aux procédures collectives commerciales, il est cependant possible

⁶⁷² Leonie F. GUDER, « The Administration of Debt Relief by the International Financial Institutions: A Legal Reconstruction of the HIPC Initiative », *Beitrag Zum Ausländischen Öffentlichen Recht Und Völkerrecht*, 2010, pp. 131-194.

⁶⁷³ « Si un pouvoir despotique contracte une dette non pas pour les besoins et dans les intérêts de l'État, mais pour fortifier son régime despotique, pour réprimer la population qui le combat, etc., cette dette est odieuse pour la population de l'État entier », SACK, *op.cit.*, « Les effets des transformations des États sur leurs dettes publiques et autres obligations financières », in *Recueil Sirey*, Paris, 1927, pp. 46-157. Voir Chapitre 1, p. 45 et suiv.

⁶⁷⁴ Vikram NEHRU, Mark THOMAS, « The Concept of Odious Debt: some considerations », in Carlos A. PRIMO BRAGA, Dörte DÖMELAND, *op. cit.*, pp. 205-227 ; Christiana OCHOA, « From Odious Debt to Odious Finance: Avoiding the Externalities of a Functional Odious Debt Doctrine », *Harvard International Law Journal*, 2008, Vol. 49, n°1, 52p.

⁶⁷⁵ MICHALOWSKI, *op.cit.*, *Unconstitutional Regimes and the Validity of Sovereign Debt: A Legal Perspective*, Ashgate, pp. 47-59.

⁶⁷⁶ Adam FEIBELMAN, « Ecuador's sovereign default: a Pyrrhic victory for odious debt? », *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, 25, pp. 357-362.

⁶⁷⁷ CNUCED, Huitième Conférence sur la gestion de la dette, Genève, 14-16 novembre 2011. Voir Chapitre 8, p. 232 et suiv.

d'articuler une définition étroite de la dette odieuse ou illégitime juridiquement applicable⁶⁷⁸. Même si la notion de dette odieuse n'est pas reconnue en droit international public, cela ne signifie pas que les États endettés sont sans recours. Une défense reposant sur d'autres systèmes juridiques peut s'organiser : en particulier, le recours au droit privé permet de trouver des mesures adéquates au moment de l'exécution d'une décision⁶⁷⁹.

Au-delà de la dette souveraine se pose la question de la réduction de la pauvreté : les pays les plus pauvres sont incapables de générer des ressources pour rembourser leurs dettes et la lutte contre la pauvreté exige des dépenses énormes⁶⁸⁰. Un pays pauvre endetté cherchant à justifier l'arrêt du service de sa dette peut invoquer le Pacte international relatif aux droits civils et politiques conclu à New York le 16 décembre 1966⁶⁸¹. Ainsi, l'impact des politiques d'ajustement structurel et des réformes économiques dans le cadre du règlement de la dette est pris en compte par les Nations Unies. Lors de la vingtième session du Conseil des droits de l'Homme du 2 juillet 2012 ont été étudiés « *les effets de la dette extérieure et des obligations financières internationales connexes des États sur le plein exercice de tous les droits de l'homme, particulièrement des droits économiques, sociaux et culturels* ». Le constat est identique depuis que cette problématique est à l'ordre du jour : l'absence de solution globale pour le règlement de la dette des pays en développement⁶⁸².

⁶⁷⁸ A. Mechele DICKERSON, « Insolvency Principles: The Missing Link in the Odious Debt Debate », in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, ed. by Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 261-266.

⁶⁷⁹ Lee C. BUCHHEIT, Mitu GULATI, Robert B. THOMPSON, « The Dilemma of Odious Debts », *Duke Law Journal*, 2007, 56, pp. 1201-1262. Voir également la thèse Friedrich Benjamin SCHNEIDER, *Odious Debts. Status quo und Regelungsmodell unter besonderer Berücksichtigung internationaler Menschenrechts*, Berlin, Duncker & Humblot, 2015, 444p.

⁶⁸⁰ Enrique COSÍO-PASCAL, « Paris Club: Intergovernmental Relations in Debt Restructuring », in *Overcoming Developing Country Debt Crisis*, ed. by Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO, and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, pp. 231-276.

⁶⁸¹ Noel G. VILLAROMAN, « Debt Servicing and its Adverse Impact on Economic, Social and Cultural Rights in Developing Countries », *Journal of Human Rights*, 2010, 9, pp. 487-501.

⁶⁸² « 11. Regrette l'absence de mécanismes permettant de trouver des solutions appropriées à la charge insoutenable de la dette extérieure des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire fortement endettés, et déplore qu'à ce jour peu de progrès aient été accomplis en vue de remédier à l'iniquité du système actuel de règlement de la dette, qui continue de donner la priorité aux intérêts des créanciers plutôt qu'à ceux des pays endettés et des plus pauvres d'entre eux, et appelle donc à une intensification des efforts consentis pour mettre au point des mécanismes efficaces et équitables afin d'annuler ou de réduire substantiellement le fardeau de la dette extérieure de l'ensemble des pays en développement » Conseil des droits de l'homme, Assemblée générale des Nations Unies, 20^{ème} session, point 3 de l'ordre du jour, 2 juillet 2012, A/HRC/20/L.17.

II. Le suivi de l'évolution du niveau d'endettement des États

En complément des annulations de dette, la Banque mondiale et le Fonds monétaire international ont adopté le cadre de viabilité de la dette (« *World Bank-IMF Debt Sustainability Framework* ») pour suivre l'évolution de l'endettement des États concernés par un risque de surendettement. En effet, les nouveaux financements doivent être accordés de façon à réduire les éventualités d'un nouveau surendettement⁶⁸³. En se fondant sur ce cadre, le FMI analyse la soutenabilité de la dette et détermine l'accès à son financement. La Banque mondiale l'utilise pour définir le mélange entre prêts et crédits AID pour les États les plus pauvres. Ce cadre servant à « *promouvoir la cohérence et la responsabilité dans les pratiques de prêt, à déceler au plus vite les facteurs de vulnérabilité liés à l'endettement et à assurer l'appropriation des stratégies en matière de dette par les pays eux-mêmes* »⁶⁸⁴ ne s'applique pourtant qu'à un nombre limité de créanciers.

En outre, il n'a aucune valeur contraignante vis-à-vis des bailleurs publics et des créanciers privés. L'encadrement institutionnel reste encore fragile, même si des principes émergent. En effet, le travail de la Banque mondiale sur la viabilité à long terme de la politique budgétaire et la question de la soutenabilité de la dette est significatif, notamment l'ensemble des principes et lignes directrices intitulé « *Global Bank Insolvency Initiative* ». La Banque mondiale et la CNUDCI, soutenues par le FMI, ont également développé des standards sur la faillite en se fondant sur les « *Principles for Effective and Creditor Rights Systems* » de la Banque et « *Legislative Guide on Insolvency Law* » de la CNUDCI⁶⁸⁵.

En termes de transparence, le Fonds incite les États à plus de rigueur dans les rapports rendus sur la soutenabilité de la dette. Dans son rapport-pays sur la Grèce, il souligne des erreurs dans l'analyse de la soutenabilité de la dette et appelle à une plus grande vigilance envers les données fournies par les États. C'est dans ce cadre que l'Argentine a été censurée en février 2013⁶⁸⁶ pour avoir transmis des statistiques

⁶⁸³ DUVALL, *op.cit.*, « Debt Relief for Low-Income Countries », in *Sovereign Debt Management*, ed. by BUCHHEIT and LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 69-84.

⁶⁸⁴ Communiqué du Comité monétaire et financier international du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international, n°07/71, 14 avril 2007, para. 14.

⁶⁸⁵ Voir Chapitre 8, p. 232 et suiv.

⁶⁸⁶ Statement by the IMF Executive Board on Argentina, Press Release No. 13/33, February 1, 2013.

manifestement fausses sur l'inflation et la croissance économique⁶⁸⁷. Le travail d'observation est au cœur des opérations de sauvetage, c'est pourquoi les analyses faites au titre des consultations bilatérales de l'Article IV sont fondamentales pour la connaissance et l'expertise en matière de politique macro-économique. Mais le contrôle reste faible juridiquement : l'obligation est sanctionnable sans qu'existe aucun pouvoir de censure ou d'opposition à l'encontre des politiques économiques, monétaires ou budgétaires nationales contraires aux objectifs de stabilité. On reste dans le domaine des recommandations, alors que la surveillance du Fonds se transforme en tutelle financière dès lors que son assistance est nécessaire. Mais les deux sont néanmoins liés.

Lors des restructurations, des changements juridiques sont effectués. En fonction de l'opération économique réalisée, les impacts diffèrent. S'il s'agit d'une réduction ou d'une annulation de la dette, une partie ou l'ensemble des créances est conformément effacée⁶⁸⁸. Dans le cas d'un rééchelonnement, les échéances sont reportées ou les titres de dette sont remplacés par de nouveaux titres aux termes et conditions différents⁶⁸⁹. En cas d'accord de restructuration ou de rééchelonnement, il peut s'agir d'une novation ou d'une suspension du contrat initial. Les créanciers peuvent choisir de conserver les accords existants et les réaménager : si le deuxième accord n'est pas respecté, il est possible de se référer aux conditions initiales. On se situe donc dans une situation de « novation conditionnelle » puisque les contrats de prêts initiaux peuvent être utilisés dès que le débiteur fait défaut vis-à-vis du contrat de rééchelonnement⁶⁹⁰.

Quant au rachat de dette (« *buy backs* »), il permet à l'État débiteur de racheter sa dette avec une décote⁶⁹¹. Si l'on considérait les conversions comme une technique de restructuration, elles sont dorénavant aussi bien utilisées dans leur fonction initiale que pour la spéculation sur le marché secondaire de la dette. Ces conversions peuvent être

⁶⁸⁷ Malgré les avancées de l'Argentine, le FMI continue de surveiller les données : Statement by the IMF Executive Board on Argentina, Press Release No. 14/577, December 15, 2014 (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2014/pr14577.htm>).

⁶⁸⁸ Soren AMBROSE, « Social Movements and the Politics of Debt Cancellation », *Chicago Journal of International Law*, 2005, 6, pp. 267-285.

⁶⁸⁹ Vinod K. AGGARWAL, *Debt Games: Strategic Interaction in International Debt Rescheduling*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996, 628p. Voir en particulier l'étude de la théorie des jeux appliquée à la renégociation des dettes souveraines pp. 15-98.

⁶⁹⁰ CARREAU, SHAW, *op.cit.*, *La dette extérieure / The External Debt*, Dordrecht/Boston/London, Martinus Nijhoff Publishers, pp. 33 et suiv.

⁶⁹¹ Carlos MEDEIROS, Magdalena POLAN, Parmeshwar RAMLOGAN, « A Primer on Sovereign Debt Buybacks and Swaps », Washington D.C., International Monetary Fund, 2007 ; Jeremy BULOW, Kenneth ROGOFF, « The Buyback Boondoggle », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, 2, pp. 675-698.

des échanges créances contre créances (« *debt for debt* »), créances contre participation au capital d'une entreprise dans l'État débiteur (« *debt for equity swap* »), ou des échanges créances contre obligations (« *debt for bond swap* »). D'autres montages existent, par exemple en matière de conversion de la dette en investissements⁶⁹².

La Banque mondiale et le FMI assurent ainsi un suivi de l'évolution du niveau d'endettement des États par le biais d'un cadre d'évaluation commun et de l'application de catégories juridiques comparables lors des restructurations. Nous considérons que l'utilisation de tels outils de mesure communs est un préalable nécessaire à la mise en place d'un système normatif de l'endettement public international.

*

Des précédents développements, nous pouvons conclure qu'en matière de gestion de l'endettement souverain, il est impossible de séparer la politique de la finance : ces deux univers sont prépondérants et aucun ne peut être relégué à l'arrière-plan. Or il existe une préférence politique pour les mécanismes *ad hoc*. Si la souplesse et l'informalité ne sont pas des problèmes en soi, ils le deviennent lorsqu'il n'y a plus de coopération. Dans cette expérience de l'endettement souverain, ce ne sont pas seulement les Clubs de Paris et Londres qui sont informels, mais l'ensemble du dispositif de restructuration. Aucun accord international n'a jamais concrétisé un ensemble de règles simples. Toutes les règles de droit international, toutes les clauses contractuelles, toutes les règles internes aux organisations internationales ont été systématiquement suspendues ou contournées.

L'endettement public international, loin de fonctionner en termes d'emprunts remboursés à échéance ou d'obligations payées à terme, est caractérisé par des déséquilibres. C'est là sa permanence. Dans ces situations, le marché n'apporte pas de solution. Les États se tournent donc vers des programmes multilatéraux ou bilatéraux. Les engagements sont rééchelonnés et les produits restructurés. Ces opérations ont rapproché informellement le système international public et le système international privé de l'endettement public. Grâce à ce travail conjoint de rééquilibrage des finances

⁶⁹² Ces échanges de créances contre des actifs permettent de réduire le montant de la dette tout en stimulant les investissements pour favoriser la croissance.

publiques, est réapparue l'idée d'encadrer formellement l'endettement public international. Il s'agit d'apporter une réponse globale à ce problème endémique permanent d'un endettement apparenté à un surendettement. Si en période de crise, les acteurs se retranchent derrière leurs frontières nationales, ce sont des solutions internationales qui doivent être apportées aux problèmes globaux. Même si on peut relativiser l'affirmation selon laquelle la dernière crise a atteint l'ampleur de celle de 1929, elle a le mérite d'avoir amené des réformes des institutions universelles plutôt que leur effondrement.

Quelle procédure est suivie lorsqu'un État ne peut régler ses obligations financières dans le règlement de sa dette extérieure? Les institutions financières internationales ont adopté l'initiative PPTE renforcée par l'initiative multilatérale d'annulation de la dette pour les États les plus pauvres. Cependant, elles n'offrent qu'une orientation générale aux gouvernements des États qui empruntent principalement auprès de sources privées pour résoudre une crise de la dette. Cette orientation peut être résumée par l'expression « *les Parties doivent s'arranger* ».

CONCLUSION DU TITRE I

En étudiant l'encadrement institutionnel des instruments contractuels, nous avons démontré que les mécanismes *ad hoc* sont prépondérants, qu'il s'agisse des fora informels de restructuration ou du traitement dispersé des contentieux. Les créanciers privés privilégient les solutions pragmatiques pour récupérer leurs investissements, à défaut de pouvoir bénéficier un rééchelonnement coordonné. En l'absence actuelle de droit international de l'endettement régi par des pouvoirs publics et privés sous l'auspice d'une organisation des relations financières internationales, la problématique de la gestion des dettes souveraines reste dominée par l'opportunisme.

Les mesures prises pour remédier à la crise sont principalement d'origine nationale avant d'entrer sur la sphère internationale : même les initiatives au sein de l'Union européenne sont orientées vers la coordination de plans de sauvetage nationaux compatibles avec les règles de droit européen, notamment en matière de droit de la concurrence.

La crise financière n'a pas mené à la création d'un auditeur supranational des finances publiques. Le G20 n'a appelé qu'au renforcement de la supervision et de la régulation financière par les autorités de régulation nationales. Toutefois, les efforts de coordination des politiques pour mettre en place des ajustements structurels concomitants augmentent. Les États cherchent à influencer sur les coûts économiques et politiques imposés par l'intégration financière internationale. Le passage de la croyance économique à la règle juridique peine encore à se réaliser en matière d'encadrement, mais la crise a démontré que des adaptations étaient à présent plus que nécessaires pour le bon fonctionnement de l'endettement public international. C'est cet impératif de gestion que nous abordons à présent, à la fois en termes de propositions d'encadrement qu'en matière d'élaboration de principes juridiques.

TITRE II. L'IMPERATIF DE GESTION DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN

Depuis la crise de 2008, le niveau d'endettement souverain global reste trop élevé et a même continué à augmenter. Les perspectives de réduction à court terme sont faibles⁶⁹³. C'est pourquoi il est crucial de développer une compréhension de cet environnement, de ses implications et répercussions pour le système financier international. La gestion des dettes souveraines étant un problème majeur pour les économies développées, celles-ci cherchent à utiliser les outils existants – politique monétaire, austérité budgétaire – pour apporter une réponse à une situation déterminante politiquement. Comme nous l'avons vu dans les chapitres précédents, la principale difficulté relative à la gestion de l'endettement est le caractère *sui generis* de la dette des États.

Désormais, l'interdépendance des politiques de finances publiques n'implique plus de traiter ces questions d'intérêt général comme des politiques seulement nationales⁶⁹⁴. Même si aucun mécanisme général n'a pu jusqu'à présent être instauré, l'impératif de gestion de l'endettement souverain est dorénavant partagé par les États. Le souhait de mettre en place une politique orientée vers l'assainissement des dettes souveraines est appelé par tous les acteurs qui y voient le fondement *sine qua non* de garantie d'amélioration des perspectives de croissance⁶⁹⁵.

Cet impératif de gestion prend deux formes : d'une part on cherche à prévenir, atténuer ou rétablir la confiance des créanciers privés lorsqu'un État est en situation de défaut en intégrant de nouvelles normes ; d'autre part, on veut aider les gouvernements à revenir à une situation économiquement, socialement et politiquement soutenable organisée autour de règles concrètes (**Chapitre 7**). Juridiquement, cet impératif se traduit par l'émergence d'un droit international de la dette souveraine qui pourrait être renforcé par l'adoption formelle des standards déjà partagés (**Chapitre 8**).

⁶⁹³ Jaime CARUANA, « Debt: the view from Basel », Basel, Bank for International Settlements, 2015.

⁶⁹⁴ Frédéric ALLEMAND, « Le développement de la coordination des politiques budgétaires dans l'UE », in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, ed. by Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 31-63.

⁶⁹⁵ BRI, « 84e Rapport annuel de la BRI. IV. Dette et cycle financier : perspectives nationales et mondiales », Basel, Bank for International Settlements, 2014.

CHAPITRE 7. LA GESTION DU NIVEAU GLOBAL D'ENDETTEMENT ET LES PROPOSITIONS D'ENCADREMENT

L'environnement international de la dernière crise a imposé l'idée selon laquelle les solutions ne pouvaient se limiter au cadre national précédemment privilégié : une solution globale imposée ou acceptée mènerait à un traitement plus efficace de la gestion des dettes. Idéalement, un mécanisme transnational serait plus à même de régler la situation, si l'on prend le modèle des procédures de faillite telles qu'elles existent en droit interne. La Société des Nations avaient tenté de lancer en 1939 un tribunal international des emprunts fondé sur une approche contentieuse⁶⁹⁶. Or, comme nous l'avons vu, la question de l'insolvabilité des Etats ne peut suivre une voie exclusivement contentieuse puisqu'il s'agit de favoriser la négociation.

En outre, il ne s'agit pas uniquement de trouver un forum où les différends pourront être réglés conformément à un droit applicable choisi. Le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines implique une prise en compte de l'ensemble du mécanisme de financement de l'État afin de pouvoir apporter une réponse globale aux dérèglements actuellement constatés.

Ainsi, nous reviendrons dans un premier temps sur la gestion du niveau global d'endettement : nous mettrons en avant la priorité donnée au rétablissement d'un multilatéralisme financier (**Section 1**). Dans un second temps, nous analyserons le développement des cadres juridiques sous l'impulsion des institutions internationales (**Section 2**).

⁶⁹⁶ Société des NATIONS, « Rapport du Comité pour l'étude des contrats d'emprunts internationaux », Genève, Publications de la SDN, 1939.

Section 1. Le recours institutionnel pour rétablir un multilatéralisme financier

Les capacités institutionnelles ont été renforcées pour mettre en œuvre une coopération internationale (I.) orientée vers une coordination des standards, une harmonisation minimale des règles nationales et la mise en place d'une supervision (II.).

I. Le renforcement de la coopération internationale

En raison de l'impossibilité d'obtenir un consensus international autour d'un mécanisme général de gestion des dettes souveraines (A.), l'objectif affiché des États et des institutions internationales est de lutter *de facto* contre le déclin du multilatéralisme financier (B.).

A. *Le statu quo du consensus international*

La communauté internationale est encore loin d'un consensus sur les coûts et les bénéfices d'un mécanisme global de restructuration de la dette souveraine. La Société des Nations avait déjà tenté en vain de lancer en 1939 un tribunal international des emprunts fondé sur une approche contentieuse⁶⁹⁷. Parmi les propositions ambitieuses demeure l'idée qu'une institution reconnue internationalement, telle la Commission du droit international, élabore un projet de convention cadre et mette en place un calendrier pour esquisser la voie d'un traité contraignant. Une telle convention internationale obligerait les États à insérer des clauses spécifiques dans leurs contrats internationaux de financement et intégrerait un mécanisme pour l'application de l'ancienneté des créanciers⁶⁹⁸. Selon cet idéal, le droit international public harmoniserait et contraindrait les droits nationaux en matière de politique économique et de traitement des créanciers privés. Cependant, hormis des évaluations régulières des politiques économiques et budgétaires par le FMI, aucune décision contraignante n'est imposée aux États⁶⁹⁹. Quant au traitement des créanciers privés, les régulateurs internationaux comme le Comité de

⁶⁹⁷ Cette proposition de la Société des Nations intervenait dans un contexte difficile : le Comité soutient que la conclusion d'une convention internationale pour établir un tribunal international de la dette serait irréaliste dans les « *circonstances actuelles* ». Le rapport a en effet été publié quelques mois avant l'invasion de la Pologne par l'Allemagne. Le comité n'a donc pas analysé en détail le projet qui a été annexé à son rapport. Voir : « Rapport du Comité pour l'étude des contrats d'emprunts internationaux », *Publications de la SDN*, Questions économiques et financières, 1939, II.A.10.

⁶⁹⁸ Patrick BOLTON, Jr. DAVID A. SKEEL, « Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured », *Emory Law Journal*, 2004, 53, pp. 763-822.

⁶⁹⁹ Voir la décision du FMI du 27 septembre 2009 de rendre obligatoire les programmes d'évaluation du secteur financier pour 25 États.

Bâle sont seulement chargés d'encadrer les relations. En l'état actuel, le recours à la Commission du droit international est peu envisageable dans ce domaine.

Les difficultés politiques expliquent l'échec des initiatives précédentes pour créer un mécanisme de restructuration de la dette souveraine. Il existe tout d'abord des problèmes d'action collective de la part des investisseurs privés et des débiteurs souverains. Les premiers se sont continuellement opposés à la création d'un mécanisme ; leur position s'explique par le fait qu'ils réussissent en général à défendre leurs intérêts plus facilement sans institution formelle. Pourtant, leur défense n'est pas toujours efficace et leurs pertes peuvent être importantes, notamment dans le cas de l'Argentine. Un mécanisme pourrait alors faciliter les négociations en les rendant plus rapides et en minimisant le niveau de crise. Le manque d'intérêt des investisseurs pour un tel mécanisme est au fond la raison de leur refus. L'opposition des débiteurs souverains aux propositions repose sur leur réputation. Ensuite, le rejet par une diversité de créanciers privés et de débiteurs publics de tout mécanisme s'explique par la perception d'un renversement de l'équilibre des coûts et bénéfices d'une restructuration. Même si les deux parties se mettent d'accord sur la nécessité d'un mécanisme, les négociations peuvent échouer en raison d'opposition sur la redistribution. Enfin, il est clair que les négociations pour créer un tel mécanisme sont rendues compliquées par l'implication des États dont les créanciers privés sont ressortissants. Quelle qu'en soit la raison, cette impossibilité à encourager la création d'un mécanisme est la cause centrale de l'échec persistant des initiatives pour combler ce vide de la gouvernance financière internationale.

Pourtant, il est largement admis que cette question doit être ramenée au centre du débat international, comme le rappellent les résolutions de l'Assemblée générale des Nations Unies suite à la crise de 2008⁷⁰⁰. Ces résolutions discutent les leçons tirées des crises de la dette et évaluent les travaux en cours sur les mécanismes de résolution de la

⁷⁰⁰ Assemblée générale des Nations Unies, « Viabilité de la dette extérieure et développement », 21 décembre 2009, A/RES/64/191 ; Assemblée générale des Nations Unies, « Soutenabilité de la dette extérieure et développement », 20 décembre 2010, A/RES/65/144 ; 22 décembre 2011, A/RES/66/189 ; 21 décembre 2012, A/RES/67/198 ; 20 décembre 2013, A/RES/68/202. Cette question a été débattue durant la 67^{ème} session dont le thème était « Réaliser par des moyens pacifiques l'ajustement ou le règlement de différends ou de situations de caractère international ».

dette souveraine afin d'orienter les agendas des décideurs⁷⁰¹. Les appels à des approches structurées pour résoudre cette question ont été repris dans les résolutions des Nations Unies depuis 2009 et en particulier en septembre 2014⁷⁰².

Le plaidoyer pour une approche statutaire du défaut souverain, loin d'être nouveau au sein des Nations Unies, fait écho à toutes les initiatives précédentes en matière de restructuration de la dette souveraine, notamment du FMI, destinées à « améliorer l'efficacité, la stabilité et la prévisibilité du système financier international et [...] parvenir à une croissance économique soutenue, partagée et équitable et à un développement durable »⁷⁰³. Divers forums internationaux, en particulier le FMI, la CNUCED, des organisations non gouvernementales, des *think tanks* et des universités organisent des rencontres et conduisent des recherches depuis plusieurs années pour explorer la faisabilité et la configuration d'un potentiel mécanisme de restructuration de la dette. L'institut pour la finance internationale a publié ses principes suite à la restructuration de la dette grecque⁷⁰⁴. Le FMI a réactualisé sa proposition de 2003 en 2014 en se positionnant cette fois en faveur d'une approche de marché fondée sur les contrats de dette, complétée par les profils des débiteurs⁷⁰⁵. Les débats sur ce sujet sont importants autant pour la démocratie que pour la légitimité du règlement de la question de la dette des États : ils sont le fondement préalable à l'établissement de règles applicables aux débiteurs et aux créanciers. Comme les procédures actuelles restent ponctuelles et que l'ensemble manque de cohérence, l'Assemblée générale souhaite simultanément rejoindre le débat sur la mise au point d'un outil de prévention et de règlement de la crise d'endettement.

Jusqu'à présent, le *statu quo* repose sur le contraste saisissant entre la manière internationalement intégrée selon laquelle le financement souverain fonctionne et la manière exclusivement nationale dont les différends sont appréhendés. *In fine*, les

⁷⁰¹ UNCTAD, « Sovereign debt crises and restructurings: Lessons learnt and proposals for debt resolution mechanisms », in *25 October 2012, The ECOSOC Chamber, UN Headquarters*, ed. by United Nations (New York: Special event of the Second Committee of the General Assembly 2012),

⁷⁰² Assemblée générale des Nations Unies, « Établissement d'un cadre juridique multilatéral applicable aux opérations de restructuration de la dette souveraine », 9 septembre 2014, A/RES/68/304.

⁷⁰³ Assemblée générale des Nations Unies, « Modalités d'application de la résolution 68/304, intitulée 'Établissement d'un cadre juridique multilatéral applicable aux opérations de restructuration de la dette souveraine' », 28 novembre 2014, A/C.2/69/L.4/Rev.1.

⁷⁰⁴ IMF, « Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013.

⁷⁰⁵ IMF, « The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt - Preliminary Considerations », Washington D.C., International Monetary Fund, 2014.

situations actuelles sont entre les mains des politiciens et des experts⁷⁰⁶. Lors de la dernière crise financière, les solutions apportées étaient improvisées, *ad hoc* et décentralisées, avec une contribution modérée du FMI et ouvertes à l'influence des opérateurs privés. Cette gestion révèle un déclin du multilatéralisme financier issu de la conférence de Bretton Woods, que les institutions financières internationales et les régulateurs souhaitent éviter à l'avenir⁷⁰⁷. De leur point de vue, l'introduction de simples amendements dans les contrats obligataires ne peut pas dépasser les déficiences du système dans son ensemble. La multitude de produits de dette soumis à des droits différents renvoie à des juridictions diverses. Par conséquent, il est plus qu'illusoire d'envisager qu'une formule simple d'addition des votes des créanciers puisse résoudre les problèmes de négociations. C'est cependant le niveau juridique maximal auquel sont parvenus les dirigeants politiques. Les efforts pour affiner les contrats de dette et créer des moyens d'aider les États en situation de surendettement se poursuivent. De fait, si les recommandations sont appliquées, un progrès substantiel pourrait être observé sans la rancœur et l'échec possible que la négociation d'un traité pourrait générer.

B. La promotion d'un multilatéralisme financier

Même en l'absence d'avancées concrètes vers un cadre juridique multilatéral pour la restructuration de la dette souveraine, les débats ont sensiblement progressé. La première contribution est l'acceptation de la restructuration : celle-ci ne constitue qu'une partie d'un processus plus large qui concerne les enjeux économiques et politiques tant nationaux qu'internationaux. Mais l'analyse des interactions entre les acteurs impliqués dans les restructurations démontre que chacun se positionne en fonction de ses intérêts. Certains acteurs cherchent à maintenir les liens internationaux à court et long termes, et peuvent défavoriser une restructuration importante pour se positionner en faveur de coupes budgétaires ou d'échanges de titres pour obtenir des liquidités temporaires. Ils soutiennent que toute restructuration mène soit à l'exclusion des marchés financiers, soit à une augmentation démesurée des coûts d'emprunt⁷⁰⁸. Or dans un monde profondément interconnecté, une peur démesurée de l'accès limité des

⁷⁰⁶ Christoph G. PAULUS, « Sovereign Defaults to be Solved by Politicians or by a Legal Proceeding? », *Law and Economics Yearly Review*, 2012, 1, pp. 203-233.

⁷⁰⁷ SGARD, « Restructurer les dettes souveraines : la méthode efficace du FMI », *L'Économie politique*, 2012, 3, pp. 79-92.

⁷⁰⁸ BORENSZTEIN, PANIZZA, « The Costs of Sovereign Default », Washington D.C., International Monetary Fund, 2009 ; Juan J. CRUCES, Christoph TREBESCH, « Sovereign Defaults: The Price of Haircuts », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2013, 5, pp. 85-117.

marchés de capitaux, des graves perturbations commerciales ou une réduction de l'investissement étranger pourraient dissuader une restructuration bénéfique. Mettre en valeur les coûts élevés et les dangers de la restructuration sans plus de précision sur la gravité ou la durée de ces coûts aura probablement comme effet de délaisser une restructuration en faveur de mesures d'austérité plus intensives. Par conséquent, le discours tenu par les chercheurs est fondamental pour comprendre les ramifications potentielles de la façon dont les résultats sont encadrés et présentés⁷⁰⁹.

Ce « *framing* », qui renvoie à la présentation nécessairement sociale et sélective de l'information⁷¹⁰, est capital en matière de dette souveraine. Le discours sur la dette souveraine a profondément évolué depuis une décennie. Les efforts renouvelés des Nations Unies⁷¹¹ ainsi que les oppositions aux décisions du juge des États-Unis⁷¹² dénoncé comme n'étant pas le juge mondial⁷¹³ en sont des exemples topiques. Si certains tribunaux soutiennent que la restructuration est d'une importance critique pour la santé économique d'un État⁷¹⁴, la transition vers l'acceptation de cette réalité a pris du temps, notamment en raison de jugements entachés par des considérations partisans.

Dans le domaine des restructurations de dette souveraine, il est impossible de laisser de côté le facteur politique⁷¹⁵. L'action des gouvernements des États débiteurs est soumise à une résistance notamment en cas de coupure dans le budget des programmes sociaux, ce qui peut avoir un impact sur la capacité à rembourser les engagements financiers. Le support financier que les États débiteurs reçoivent d'autres gouvernements constitue un des facteurs politiques. Comme nous l'avons vu, les formes et montants de ce support sont orientés par des objectifs de politique étrangère plus que par une analyse économique et financière⁷¹⁶. Dès le plan Brady est apparue une stratégie de la dette conduite avec le soutien des organisations internationales pour les opérations

⁷⁰⁹ LIENAU, *op.cit.*, « The longer-term consequences of sovereign debt restructuring », in *Sovereign Debt Management*, ed. by BUCHHEIT and LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 85-100.

⁷¹⁰ Amos TVERSKY, Daniel KAHNEMAN, « The Framing of Decisions and the Psychology of Choice », *Science*, 1981, 211, pp. 453-458.

⁷¹¹ Voir Chapitre 8, p. 232 et suiv.

⁷¹² Voir Chapitre 5, p. 157 et suiv.

⁷¹³ Joseph E. STIGLITZ, Martin GUZMAN, « A Fair Hearing for Sovereign Debt », *Project Syndicate*, 2015, 3p.

⁷¹⁴ *EM Ltd v. Republic of Argentina*, 131 F. Appendix 745, 747 (2nd Cir. 2005).

⁷¹⁵ RIEFFEL, *op.cit.*, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., Brookings Institution Press, pp. 111 et suiv.

⁷¹⁶ Voir Chapitre 1, p. 36 et suiv.

de réduction de la dette bancaire⁷¹⁷. Ainsi se sont mises en place dans la communauté financière internationale différentes méthodes de traitement des crises de la dette. Les gouvernements se bornent à apporter un soutien aux mesures adoptées par les autres agents financiers internationaux, ou agissent plus directement en dirigeant la recherche d'une solution. L'éventail des possibilités repose sur l'acceptation des conséquences nuisibles d'une absence de restructuration.

Le débat est toujours le même concernant la distribution des charges entre les divers agents financiers internationaux. Certains font valoir que plus l'État reçoit un financement des créanciers publics, plus la capacité de remboursement de ses obligations envers les créanciers privés augmente. La position de fond des opérateurs internationaux à l'égard des crises de la dette est depuis les années 1980 une stratégie qui vise, par le biais d'ajustements et de nouveaux prêts, à assurer le service de la dette et, donc, à sauvegarder la solvabilité du système dans son ensemble. Si cette solvabilité implique la réduction et l'allègement de l'endettement des États débiteurs, des programmes d'ajustement sont mis en place, sous la surveillance du FMI, et un apport financier par les banques commerciales et les institutions financières multilatérales est fourni.

Les acteurs coexistent, qu'il s'agisse d'États, d'organisations, d'ONG ou d'agents économiques, et ont recours à des normes différentes, tant de *soft* que de *hard law*. Chacun défend des intérêts divergents, puisque les agents privés sont plus soucieux d'un libéralisme peu contraignant, tandis que les acteurs publics appellent à plus de stabilité financière. Mais leur interaction est orientée vers la construction d'un équilibre⁷¹⁸.

II. Le partage de bonnes pratiques de gestion

Le *no man's land* juridique n'empêche pas le partage de bonnes pratiques de gestion. Les États cherchent à imposer une discipline en établissant des règles et des principes internationalement partagés (A.). Face à l'absence de mécanisme global, la

⁷¹⁷ Voir Chapitre 2, p. 69 et suiv. GUIER, *op.cit.*, « La position du Gouvernement américain en matière d'endettement des États : du plan Baker à l'initiative Brady », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by PUBLISHERS, 1995, pp. 111-137.

⁷¹⁸ Régis BISMUTH, « Le système international de prévention des crises financières - Réflexions autour de la structure en réseau du Forum de stabilité financière », *Journal du Droit International*, 2007, 1, pp. 57-83.

lutte contre les crises de la dette s'organise autour de l'harmonisation des bonnes pratiques de gestion et de gouvernance pour un financement durable (B.).

A. *La solidarité internationale*

S'intéresser à la situation *ex ante* permet d'encourager les États à gérer leur niveau d'endettement. Envisager cette gestion commence par une comptabilité de la dette. Or identifier et mesurer la dette pose problème en raison d'une multitude de facteurs à prendre en compte, notamment les engagements hors bilans de l'État. Par conséquent, l'endettement public recouvre à la fois le budget de l'État, mais également un ensemble d'autres engagements. Le rôle attribué à toute cour des comptes est justement la connaissance de la dette publique par l'analyse des instruments de pilotage ainsi que l'examen de la politique de recours à l'endettement et la gestion de la dette⁷¹⁹. En l'absence de cour des comptes internationale⁷²⁰, la connaissance de la dette publique est délicate puisqu'il faut pouvoir identifier ces engagements hors bilan, tout en prenant en compte les stratégies comptables et l'information finale fournie aux décideurs politiques⁷²¹. Lorsque le budget de l'État ne représente même pas la moitié des dépenses publiques, tout discours volontariste sur la réduction de ces dépenses est artificiel puisque la marge de manœuvre réelle est résiduelle⁷²². Inévitablement, l'objectif véritable est la recherche d'efficacité et d'économies⁷²³.

Réguler une dette qui est difficilement mesurable est au cœur de l'action de la gestion de l'endettement souverain. La gestion de la dette est complexe et les artifices

⁷¹⁹ BOUVIER, « La dette publique », *Revue française de Finances Publiques*, 2013, 123, pp. 151 et suiv.

⁷²⁰ Il existe bien une organisation internationale non gouvernementale, l'Organisation Internationale des Institutions Supérieures de Contrôle des Finances Publiques (INTOSAI), mais son rôle est plutôt cantonné à l'échange de bonnes pratiques selon sa devise « *Experientia mutua omnibus prodest* ». Elle a notamment publié le *Code de déontologie de l'INTOSAI à l'intention des contrôleurs du secteur public*.

⁷²¹ A titre d'exemple, les régimes de retraite à prestations définies des fonctionnaires sont situés hors-bilan : ils ne sont pas intégrés dans la dette publique car ils sont considérés comme des passifs conditionnels. Voir TIROLE, « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 253-272.

⁷²² En France par exemple, l'État garantit les prêts des départements qui s'endettent pour payer leurs investissements ou pour verser des subventions aux communes et à leurs groupements, des régions qui empruntent pour construire des lycées ou pour apporter des aides économiques à des entreprises. Tous les organismes publics sont en charge, à des degrés divers, du financement de la protection de l'environnement, de l'action économique, de la culture, de l'éducation.

⁷²³ HERTZOG, *op.cit.*, « A la recherche d'une théorie du système financier public complexe », in *Etudes en l'honneur de Loïc Philip*, Paris, Economica, 2005, pp. 401-421. A titre d'illustration, depuis 1975, la France génère structurellement des déficits, tant en présentation budgétaire qu'en exécution. Avec la crise de 2008, les déficits se sont alourdis en raison de l'aide au système bancaire et de la relance de l'économie.

comptables exigent une expertise technique. En plus d'audits formels du FMI, l'évaluation des risques souverains pourrait être améliorée par la création d'institutions indépendantes, réunissant des experts professionnels chargés de cette mission. Ces enquêtes et audits prouvent la volonté d'une emprise croissante du droit sur les politiques budgétaires. Envisager une régulation de manière unifiée et centralisée relève du mythe de la souveraineté financière des décideurs politiques : si au niveau d'un seul appareil étatique plus ou moins centralité, le contrôle politique sur les finances est complexe, que dire d'un contrôle politique central sur les finances des États à l'international ?

Dès 2008, l'INTOSAI a instauré un groupe de travail sur la crise financière mondiale qui est devenu en 2012 le « Groupe de travail sur la modernisation financière et la réforme de la réglementation ». L'objectif est de développer des standards, des normes professionnelles et des directives de bonne pratique pour les auditeurs du secteur public :

« Renforcer les contrôles de la dette publique, tenant compte des engagements directs ainsi que d'autres éventualités et passifs financiers, dans le but de déterminer d'éventuels problèmes et risques de gestion, ainsi que l'évolution possible de la dette souveraine et des déficits financiers. »⁷²⁴.

L'INTOSAI souligne le rôle de préservation de la viabilité des politiques financières tenu par les institutions supérieures de contrôle des finances publiques.

B. Vers une comptabilité du niveau global d'endettement

Dans cette perspective, les institutions internationales œuvrent à la promotion de la transparence pour une meilleure régulation. Dans le domaine statistique, la concertation internationale a ainsi permis d'en introduire de manière toutefois relative sur le marché bancaire international⁷²⁵. La promotion de règles formelles sans coordination budgétaire n'est pas nouvelle. Au départ, il s'agissait surtout de discipliner vaguement le comportement du prêteur, sans fournir d'assistance préventive. Des efforts supplémentaires sont en cours pour réduire le niveau global d'endettement, le

⁷²⁴ INTOSAI, « Déclaration de Beijing sur la promotion de la bonne gouvernance par les institutions supérieures de contrôle », Congress Secretariat, XXI INCOSAI, 2013 : INTOSAI, « Numéro spécial sur le XXIe INCOSAI », *Revue internationale de la vérification des comptes publics*, 2014, 41, pp. 72-88.

⁷²⁵ Kenneth ROGOFF, « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 13, pp. 21-42.

FMI agissant comme auditeur permanent des États⁷²⁶. Au nom de la bonne gouvernance, la transparence des finances publiques est soutenue. Dès 1998, le FMI a créé un code de bonnes pratiques en la matière pour les finances publiques⁷²⁷. Celui-ci repose sur quatre piliers : une définition claire des attributions et des responsabilités, principalement une clarté du cadre juridique et institutionnel ; la transparence des procédures budgétaires ; une information publique ; et le respect de l'intégrité. Le système global est ensuite évalué dans des rapports sur l'observation des normes et codes⁷²⁸. Cette procédure facultative peut être rendue obligatoire dans le cadre de l'aide conditionnée du FMI. Au-delà de la conditionnalité du FMI qui permet de donner à ces mesures un effet contraignant⁷²⁹, ce ne sont plus les décaissements qui entraîneront la réalisation des engagements pris par l'État, mais l'intérêt d'une stabilité internationale. Le fonctionnement de ces principes et de cet encadrement est soutenu par le FMI⁷³⁰ et la Banque mondiale⁷³¹, mais également par l'OCDE⁷³². Ces initiatives en faveur d'informations complètes et publiques jugent que la transparence budgétaire est un aspect fondamental pour améliorer la compréhension des politiques budgétaires et des priorités du gouvernement, la stabilité des prix et l'équilibre financier dépendant du maintien d'un budget mesuré⁷³³.

⁷²⁶ Le FMI est « *the permanent auditor of countries, which should voluntarily submit themselves to examination in order to lower their borrowing costs. Annual Article IV consultations could be supplemented by quarterly reviews that would enhance the credibility of the data released under the [Special Data Dissemination Standard] and thus help to reduce the costs of adjustment programs* » in Arminio FRAGA, « Crisis Prevention and Management: Lessons from Mexico », in *From Halifax to Lyons : What Has Been Done About Crisis Management?*, ed. by Peter KENEN, Princeton University, 1996, pp. 46-55.

⁷²⁷ FMI, « Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques », 2007.

⁷²⁸ Le FMI et la Banque mondiale ont développé les rapports sur l'observation des normes et codes (*Reports on the Observance of Standards and Codes - ROSC*) et les programmes d'évaluation du secteur financier (*Financial Sector Assessment Program - FSAP*).

⁷²⁹ Le critère central pour déterminer si le FMI apportera ou non son aide est l'analyse de la soutenabilité de la dette (*debt sustainability analysis - DSA*). Voir Sean HAGAN, « Debt Restructuring and Economic Recovery », in *Sovereign Debt Management*, ed. by Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 359-385.

⁷³⁰ FMI, « Manuel sur la transparence des finances publiques », (Washington D.C.: International Monetary Fund, 2007),

⁷³¹ MONDIALE, « Manuel du service de la dette », Washington D.C., World Bank, 2009.

⁷³² OCDE, « Transparence budgétaire : les meilleures pratiques de l'OCDE », Paris, OCDE, 2002 ; OCDE, « Améliorer la viabilité des finances publiques », in *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2009*, Paris, Éditions OCDE, 2010,

⁷³³ Tomas HELLEBRANDT, Adam S. POSEN, Marilyne TOLLE, « La clé d'un assainissement budgétaire réussi : coopération ou confrontation avec la politique monétaire ? », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 145-157.

Récemment, les Nations Unies se sont particulièrement intéressées à la transparence dans le cadre de l'arbitrage entre investisseurs⁷³⁴. Cet intérêt de l'organisation internationale à vocation généraliste⁷³⁵ met en avant les signes d'une future coordination budgétaire plus affirmée, poussée par les recommandations de la CNUCED⁷³⁶.

Si la globalisation financière se heurte à des cadres juridiques limités territorialement, l'approche adoptée par les États entremêle un fondement juridique, des éléments procéduraux et des mécanismes institutionnels. L'interdépendance des États ne peut s'affranchir de la volonté politique des gouvernements et elle implique une coopération pour que la croissance économique prospère et que les crises financières soient endiguées. La concrétisation de cette coopération pourrait, de par l'application du droit international de règles visant au développement durable, être considérée comme une solidarité internationale⁷³⁷. Ainsi, le long travail de la CNUCED en la matière vise à assurer une bonne gestion ou la renégociation de la dette⁷³⁸. Cet ensemble de normes relève des instruments de solidarité : l'objectif est de sauvegarder les intérêts des débiteurs et des créanciers de manière équitable dans la coopération économique internationale⁷³⁹. Néanmoins, ces normes se cantonnent encore aujourd'hui à un niveau de *soft law* ou au para juridique : proche des règles de droit, l'informalité de ces règles les écarte du système juridique, tout en étant au cœur des discours sur le droit international actuel.

⁷³⁴ Organisation des Nations Unies, *Convention des Nations Unies sur la transparence dans l'arbitrage entre investisseurs et États fondé sur des traités*, adoptée par l'Assemblée générale le 10 décembre 2014 et ouverte à la signature le 17 mars 2015.

⁷³⁵ Jean-Marc SOREL, « L'institutionnalisation des relations internationales », in *Droit des organisations internationales*, ed. by Evelyne LAGRANGE and Jean-Marc SOREL, Paris, LGDJ, Lextenso éditions, 2013, pp. 11-34.

⁷³⁶ UNCTAD, « Sovereign Debt Workouts: Going Forward. Roadmap and Guide », Vienna, United Nations, 2015 : « 5. Debtor states should put in place a central debt management office (DMO) that analyses and manages the risks of its sovereign debts. An independent debt stability report relying on early warning debt crisis indicators identifying risks should be regularly published. ».

⁷³⁷ La solidarité internationale peut être définie comme « la cohésion sociale qui se crée et se développe au sein de la société internationale et qui aboutit à l'établissement d'une communauté sociale rassemblée autour d'intérêts et d'objectifs communs ; fondée sur l'interdépendance des États et d'autres acteurs internationaux, elle vise à maintenir l'ordre et assurer la survie même de la société internationale et à réaliser les objectifs collectifs, qui nécessitent la coopération internationale et l'action commune ». Voir le rapport « Droits de l'homme et solidarité internationale » du Haut Commissariat des Nations unies pour les réfugiés cité par Marie BOURICHE, *Les instruments de solidarité en droit international public*, Connaissances et savoirs, 2012, 682p.

⁷³⁸ CNUCED, Résolution 165 (S-IX) du 11 mars 1978, « Problèmes d'endettement et de développement des pays en développement ».

⁷³⁹ BOURICHE, *op.cit.*, *Les instruments de solidarité en droit international public*, Connaissances et savoirs, pp. 11-62.

Depuis la résolution de 2014 de l'Assemblée générale des Nations Unies, le consensus autour de la nécessité d'inclure toutes les parties prenantes à un débat constructif sur le sujet est renforcé. Le débat ouvert est collectif et se veut intelligible sur les caractéristiques souhaitées d'un mécanisme de restructuration. La légitimité et l'efficacité économique des mesures proposées dépendent de ce processus. En 2013, la CNUCED a initié des consultations auprès d'experts juridiques et économiques sur un projet de modèle de mécanisme qui est encadré, structuré et articulé autour d'un ensemble unificateur de principes généraux et de procédures internationalement acceptés. Le processus de formulation du mécanisme de restructuration de la dette élaboré à partir d'une approche générale lui confère une légitimité accrue. Cette proposition de fond se veut conforme aux caractéristiques normatives identifiées par le processus et vise à faire la différence en termes juridiques, politiques et institutionnels. L'objectif est d'obtenir une coordination des autorités au niveau international par le biais de procédures visant à traiter les crises de la dette, les situations de défauts et les contentieux en découlant⁷⁴⁰.

Section 2. Des règles à définir pour garantir une nouvelle stabilité

Avec la dernière crise, des réformes impensables auparavant ont recommencé à être sérieusement discutées internationalement, la question du cadre juridique de la gestion des dettes souveraines en particulier. Le caractère multidimensionnel de la stabilité financière englobe différents aspects du fonctionnement de l'économie susceptibles d'être exposés à des défaillances des marchés ou à diverses externalités et motivant l'intervention étatique⁷⁴¹. Indépendamment des objectifs que l'on souhaite viser, qu'ils soient économiques, sociaux, structurels ou de développement, définir des règles serait bénéfique pour la coopération internationale. L'objectif commun de toutes les discussions est d'élaborer un dispositif international plus efficace et plus équitable en termes économiques et sociaux que la situation actuelle. Le déroulement des débats invite à se mettre d'accord sur des réformes consensuelles concernant les innovations financières (I.). En matière de dette souveraine, ce procédé n'en est cependant qu'au stade des discussions (II.).

⁷⁴⁰ UN SECRETARY-GENERAL, « External debt sustainability and development », 2014.

⁷⁴¹ Serge JEANNEAU, « Objectifs et dispositifs de stabilité financière : dernières évolutions », Bâle, Banque des règlements internationaux, 2014, pp. 51-64.

I. L'innovation financière au service de l'intérêt collectif

L'appréhension de la finance globale a évolué face aux crises financières systémiques renforcées par des problèmes de dette souveraine. L'augmentation dramatique de la dette publique dans les économies avancées invite à une régulation bancaire. Les initiatives sont légions : à titre d'exemples, les réformes des marchés des dérivés OTC soutenues par le G20, destinées à sécuriser le système financier en limitant la prise de risque, visent à renforcer la transparence. Pour les créanciers récalcitrants, internaliser l'externalité négative qu'ils représentent dans une restructuration à un prix que le monde bancaire pourrait chiffrer⁷⁴². Mais la crise est un ensemble global, et les réformes éparses sont insuffisantes⁷⁴³. Les organisations internationales de normalisation soulignent d'ailleurs que la coordination est essentielle, dans la mesure où de multiples changements réglementaires sont engagés simultanément sur différentes pratiques du marché (A.). Toutefois, il ne suffit pas que la communauté internationale convienne de nouvelles normes. Il est également impératif que les États introduisent ces accords dans leurs règles et réglementations nationales, intégralement et rapidement, et que le contrôle soit efficace et efficient⁷⁴⁴ (B.).

A. Un renouveau de la finance globale

L'évolution de la régulation bancaire internationale est caractérisée par les réponses aux crises⁷⁴⁵. Auparavant, la régulation bancaire était une affaire nationale.

⁷⁴² Si la tarification des externalités négatives fonctionnait, les banques seraient moins sujettes à la contagion car l'allocation des pertes serait plus méthodique. La question de la mise à contribution des créanciers est essentielle pour les banques et les États. Les institutions financières, notamment les banques, sont des prêteurs importants pour les États largement exposés au risque souverain. Leur imposer une perte sur leurs expositions souveraines dégrade leurs fonds propres. Dans ces circonstances, la possibilité d'une mise à contribution des créanciers d'une banque amplifierait la crise. Cette réalité financière permet à certains créanciers privés de voir leur contribution diminuer. Les dispositions de Bâle III relatives aux fonds propres ont évolué pour intégrer les risques de marché ou de titrisation. Banque de FRANCE, « Dette publique, politique monétaire et stabilité financière », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 74 et suiv.

⁷⁴³ Les commentateurs ont suggéré que l'instauration d'une seule mesure s'apparentait à la ligne Maginot de la réglementation financière : « Plus vous êtes tributaire d'un seul instrument, plus vous créez d'incitations à le contourner et moins il vous reste de ressources à allouer à d'autres instruments défensifs. [...] Les « fortifications » que représentent les fonds propres peuvent être utiles, mais elles peuvent également créer de fortes incitations à trouver des moyens innovants de les contourner. La crise l'a montré : même dans les établissements considérés comme bien capitalisés, cette « fortification » peut s'éroder extrêmement vite en cas de perturbations sur les marchés. ». Voir FRANCE, « Dette publique, politique monétaire et stabilité financière », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 101 et suiv.

⁷⁴⁴ Banque de FRANCE, *Les produits dérivés de gré-à-gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques*, Paris, Banque de France, 2013, 17, 290p.

⁷⁴⁵ Duncan WOOD, *Governing global banking. The Basel Committee and the Politics of Financial Globalization*, Ashgate, 2005, 180p.

Avec l'évolution du marché bancaire et les fusions qui ont créé des établissements bancaires globaux, on a vu se développer une intégration économique internationale, sans que les risques et l'impact d'une telle intégration ne soient entièrement appréhendés par l'action du régulateur⁷⁴⁶. Si les autorités régulatrices nationales sont devenues de plus en plus interdépendantes dans leurs décisions, en revanche leurs outils et leur mandat de protection de la stabilité financière, limités au territoire national, sont à repenser. Le développement d'un régime bancaire de coopération internationale, fondé sur des règles de communication entre les autorités nationales, a largement bénéficié de la crise, surtout dans l'Union européenne⁷⁴⁷. En effet, si celle-ci peut encadrer son budget propre de fonctionnement, elle ne peut en revanche pas gérer économiquement et financièrement la situation des États membres, contrairement à la mission que lui assignent les traités⁷⁴⁸.

La coopération européenne sert ainsi de laboratoire régional. La transition du modèle financier bancaire à un modèle désintermédié implique de nouvelles méthodes de gestion de crise qui ouvrent la voie à des méthodes inédites. L'une d'elle entend mettre l'innovation financière au service de l'intérêt collectif. Les chercheurs se sont penchés sur cette possibilité à l'échelle européenne. Cette idée suppose d'élaborer des instruments reposant notamment sur la mutualisation du risque souverain : la solidarité serait créée à partir d'une coordination et d'une discipline imposées aux politiques budgétaires nationales. La crise de la zone euro, caractérisée par de hauts niveaux de dette souveraine et des coûts élevés d'emprunt pour certains États membres de la zone euro, a eu un impact sans précédent : non seulement les États périphériques mais également les États sans problème de dette souveraine ont été économiquement, politiquement et financièrement affectés. Les causes et les conséquences de la crise des dettes souveraines en Europe sont partagées. Pour éviter les obstacles politiques considérables qui empêcheraient l'émergence d'une solidarité entre des États politiquement partagés, il est possible de proposer de nouveaux instruments.

⁷⁴⁶ Ethan B. KAPSTEIN, « Resolving the Regulator's Dilemma: International Coordination of Banking Regulations », *International Organization*, 1989, 43, pp. 323-347.

⁷⁴⁷ Zdenek KUDRNA, « Cross-Border Bank Resolution of Failed Banks in the European Union After the Crisis: Business as Usual », *Journal of Common Market Studies*, 2012, Vol. 50, pp. pp. 283-299. Voir Chapitre 7, p. 217 et suiv.

⁷⁴⁸ HERTZOG, *op.cit.*, « A la recherche d'une théorie du système financier public complexe », in *Etudes en l'honneur de Loïc Philip*, Paris, Economica, 2005, pp. 401-421.

B. Vers une régulation des titres de dette européens

C'est dans cette optique qu'ont été présentées les euro-obligations (« Eurobonds »). Différentes propositions ont été analysées : les obligations bleues (« Blue Bonds »)⁷⁴⁹, les obligations de désendettement (« Redemption Bonds »)⁷⁵⁰, les bons du Trésor européens (« Eurobills »)⁷⁵¹ ou les obligations sécurisées européennes (« European Safe Bonds »)⁷⁵². La Commission a elle-même envisagé l'introduction d'obligations de stabilité (« Stability Bonds ») solidairement émises par les États membres et accompagnées d'une supervision budgétaire renforcée⁷⁵³. Chaque proposition repose sur une solidarité particulière : certains instruments mutualisent les niveaux de taux d'intérêt entre les États membres en créant une solidarité *ex ante*, tandis que d'autres apportent un soutien aux États en difficulté en cas de pertes, la solution devenant *ex post*. L'introduction d'un tel instrument modifierait le statut des obligations d'État, considérées sans risque, et affecterait l'ensemble des actifs de réserve des investisseurs.

⁷⁴⁹ Jakob von WEIZSÄCKER, Jacques DELPLA, « The Blue Bond Proposal », Bruxelles, Bruegel, 2010 : « Les pays de la zone euro devraient scinder leur dette souveraine en deux parties. La première partie (les obligations « bleues »), à hauteur 60 % du PIB, serait mutualisée, avec un statut de séniorité et bénéficierait d'une garantie conjointe et solidaire des pays participants. Au-delà du seuil de 60 %, la dette serait émise à un échelon strictement national avec un statut junior (les obligations « rouges »).

⁷⁵⁰ Council of Economic EXPERTS, « Annual report », Berlin, Bundesministerium der Finanzen, 2011 : le « Pacte européen de remboursement » comporterait un plafonnement de la dette imposé aux États membres, une responsabilité conjointe et solidaire pour les dettes à hauteur de 60 % du PIB et des garanties de paiement – 20 % du montant des prêts seraient garantis par des réserves de change et les recettes fiscales seraient affectées au paiement de la dette.

⁷⁵¹ Thomas PHILIPPON, Christian HELLWIG, « Eurobills, not Eurobonds », 2011 : ils proposent que la partie sûre de la dette soit émise sous forme de dette mutualisée avec une échéance inférieure à un an. Ces Eurobills bénéficieraient d'une garantie conjointe et solidaire, comme les obligations bleues.

⁷⁵² Markus K. BRUNNERMEIER, Luis GARICANO, Philip R. LANE, Marco PAGANO, Ricardo REIS, Tano SANTOS, David THESMAR, Stijn Van NIEUWERBURGH, Dimitri VAYANOS, « European Safe Bonds: ESBies », 2011 : Une agence européenne de la dette achèterait les dettes nationales sur le marché secondaire. Pour financer cet achat, elle émettrait des obligations : « Les premières, les « ESBies » (European safe bonds) bénéficieraient d'un accès prioritaire aux flux de paiement (en intérêt et en principal) des obligations souveraines détenues par l'agence. Les obligations du second type recevraient le solde – elles seraient donc plus risquées et seraient susceptibles d'essuyer des pertes en cas de défaut d'un ou plusieurs pays de la zone. ».

⁷⁵³ Commission EUROPEENNE, « Livre vert sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité », Bruxelles, Commission européenne, 2011 : différentes formes sont envisagées, de l'absence de responsabilité solidaire (chaque État membre est responsable des dettes qui lui incombent) à une responsabilité conjointe et solidaire (chaque État membre est responsable non seulement de ses propres dettes, mais aussi des dettes des autres États en cas de défaut), en passant par un dispositif intermédiaire alliant une absence de responsabilité solidaire et un degré de supériorité et de rehaussement via des garanties (rang supérieur des obligations de stabilité, garantie partielle au moyen des réserves d'or ou d'autres actifs, affectation de recettes spécifiques). Voir MERLER, PISANI-FERRY, « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 225-235.

Toutes ces réformes restent soumises à la volonté des États membres d'accepter la mise en commun des ressources budgétaires, jusqu'à présent systématiquement refusée. Ces produits fourniraient potentiellement une solution au problème de la transmission du risque de solvabilité des États souverains aux banques. Concernant la réforme bancaire, la supervision des grandes banques et la responsabilité de leur sauvetage pourraient même être déplacées au niveau européen pour mutualiser les pertes. Mais toute coordination est contraignante puisqu'elle suppose d'instaurer une discipline complexe et coûteuse politiquement. Depuis la crise, la souveraineté de l'État est affectée au nom d'une politique économique de maîtrise. Or pour l'État, la politique budgétaire est en particulier l'instrument qui lui permet de faire évoluer la conjoncture : la dépense publique peut soutenir la consommation, l'investissement, favoriser la relance. Abandonner cet outil de souveraineté ne peut s'opérer que dans un contexte historique et politique particulier⁷⁵⁴.

II. Un mode unique de règlement des différends à caractère multilatéral

Un mode unique de règlement des différends permettrait de mutualiser les avantages (A.) pour résoudre les crises à caractère international, comme le démontre la situation de l'Union européenne (B.).

A. Une mutualisation des avantages

La plupart des experts en matière d'endettement souverain ont une position tranchée vis-à-vis de la nécessité ou non de réformer l'architecture financière internationale. L'instauration d'un mécanisme structuré est une question toujours âprement discutée. Les partisans d'une telle réforme suggèrent que le manque de mécanisme organisé constitue une faille de l'architecture financière internationale, faille qui conduit à de longues restructurations de la dette aux résultats arbitraires. Ces litiges entraînent une perte de confiance des débiteurs et des créanciers. Ils considèrent que le traitement *ad hoc* est globalement négatif : les palliatifs sont lents à mettre en application et font le lit des futurs défauts.

⁷⁵⁴ Habib GHERARI, « Le développement de la coordination des politiques budgétaires en droit international », in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, ed. by Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 13-30.

Les réformateurs considèrent que la situation actuelle fondée sur le marché est désordonnée, inefficace et coûteuse. La question centrale tourne autour du problème des actions collectives des créanciers, notamment les cas de créanciers récalcitrants et les fonds vautours. Les insuffisances de la situation actuelle renvoient à des dommages réputationnels pour les débiteurs, des délais non nécessaires, à la fois au moment de la négociation de la restructuration et lors de sa conclusion. Un système statutaire pourrait réduire ces problèmes, augmenter la transparence, diminuer l'aléa moral, minimiser le besoin de renflouement du secteur officiel, et lutter contre les externalités d'un défaut au niveau international. Il pourrait également intégrer explicitement des États tiers qui fourniraient un apport financier et souhaiteraient protéger leur système financier⁷⁵⁵.

Les opposants à la création d'un tel mécanisme soutiennent que le système actuel possède tous les instruments contractuels nécessaires pour gérer les défauts souverains, la création de nouvelles institutions ou mécanismes en la matière étant au mieux inutile, au pire dangereux. L'épreuve des faits démontrerait que tout système universel de règlement reste une chimère, comme le défend le FMI en prenant l'exemple de la coordination bancaire⁷⁵⁶. L'insolvabilité des États ne pourrait d'ailleurs pas suivre une voie exclusivement contentieuse sur le modèle d'une procédure de faillite, puisqu'il s'agit idéalement de favoriser la négociation⁷⁵⁷.

Les sceptiques vis-à-vis de l'intégration d'un mécanisme statutaire considèrent qu'il est difficile de mettre en place un meilleur système par ce biais⁷⁵⁸. Un cadre juridique formalisé de la dette souveraine institutionnaliserait trop la situation, alors que le système actuel aurait juste besoin de se développer intrinsèquement. L'argument favorable à l'approche contractuelle qui domine est qu'il suffit de modifier la documentation des contrats obligataires pour réguler le processus de restructuration de manière plus efficace. C'est ce qui a poussé à l'intégration des clauses d'action

⁷⁵⁵ Sean HAGAN, José VIÑALS, « Resolution of Cross-Border Banks: A Proposed Framework for Enhanced Coordination », Washington D.C., International Monetary Fund, 2010 ; UNCTAD, *op. cit.*

⁷⁵⁶ HAGAN, VIÑALS, « Resolution of Cross-Border Banks: A Proposed Framework for Enhanced Coordination », Washington D.C., International Monetary Fund, 2010 *op. cit.*

⁷⁵⁷ Mathias AUDIT, *Insolvabilité des États et dettes souveraines*, Paris, L.G.D.J., 2011, p. 21.

⁷⁵⁸ AUDIT, *op.cit.*, *Insolvabilité des États et dettes souveraines*, Paris, L.G.D.J., pp. ; BOLTON, DAVID A. SKEEL, « Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured », *Emory Law Journal*, 2004, 53, pp. 763-822 ; SGARD, « Restructurer les dettes souveraines : la méthode efficace du FMI », *L'Économie politique*, 2012, 3, pp. 79-92.

collective. Des propositions récentes suggèrent d'inclure des clauses de résolution des différends renvoyant à l'arbitrage⁷⁵⁹.

Cette opposition à la mise en place d'un mécanisme global vient à la fois des créanciers et des débiteurs. Les États sont à l'origine de deux propositions de création d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine : la première date de 1933 lors de la conférence panaméricaine de Montevideo, la seconde sous l'égide de la CNUDCI dans les années 1970. Dans les deux cas, les États débiteurs se sont divisés sur la question par crainte d'une augmentation de leur coût d'emprunt, tandis que les États créanciers s'opposèrent aux initiatives qui échouèrent. Les deux autres tentatives ont échoué en raison des États créanciers, et plus précisément en raison de l'opposition du gouvernement américain. La première, de Harry Dexter White, se trouvait dans le premier exemplaire de ce qui allait devenir les accords de Bretton Woods en 1944 et la seconde consiste en un mécanisme de restructuration de la dette souveraine proposée en 2001 par le FMI – auquel s'opposa également la communauté financière internationale au nom du refus d'un droit consacré à faire défaut⁷⁶⁰.

Le point de départ idéal d'une discussion sur l'opportunité d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine est une analyse des problèmes qu'un tel mécanisme se propose de résoudre. On peut en mentionner quelques-uns : les renégociations longues qui, dans certains cas, ne permettent pas de rétablir une dette viable ; la nécessité de coordonner les intérêts des créanciers dispersés et de traiter avec les détenteurs d'obligations récalcitrants à une offre de restructuration de la dette ; le manque d'accès au financement privée pendant le processus de restructuration ; le surendettement causé par une dilution de la dette. En particulier, aucune règle ne gère efficacement les problèmes d'actions collectives qui se posent. Les propositions statutaires sont nombreuses⁷⁶¹, ainsi que les discussions théoriques⁷⁶².

⁷⁵⁹ IMF, « The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt - Preliminary Considerations », Washington D.C., International Monetary Fund, 2014

⁷⁶⁰ IMF, « Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013.

⁷⁶¹ Barry C. BARNETT, Sergio J. GALVIS, Ghislain Jr. GOURAIGE, « On Third World Debt », *Harvard International Law Journal*, 1984, 83, pp. 83-151; Steven L. SCHWARCZ, « Looking Forward: 2005-2010 - A Sovereign Debt Restructuring Reverie », *Chicago Journal of International Law*, 2005, 6, pp. 381-390.

⁷⁶² BOLTON, JEANNE, « Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime », Washington D.C., International Monetary Fund, 2007 *op. cit.*

Un premier courant de proposition de cadre juridique formel se réfère au chapitre 11 de la loi sur les faillites des États-Unis destinée aux entreprises et qui sert de modèle pour guider les procédures de restructuration de la dette⁷⁶³. Cette idée a été reprise et complétée avec des parallèles utilisant le chapitre 9 appliqué aux communes.

Un autre courant plaide pour un tribunal ou une cour internationale de restructuration de la dette, entité indépendante chargée de mettre en place un mécanisme de restructuration de la dette internationalement accepté⁷⁶⁴. Cette proposition d'un groupe d'experts de l'ONU envisage que soient suivis des principes généraux convenus de priorité des plaintes, la taille des restructurations nécessaires, et le partage de la charge de la dette. Cela permettrait de faire la différence entre les catégories de dettes : étatique, garantie étatique, dette privée rachetée par l'État, afin de rendre transparentes les obligations réelles de l'État. Ainsi, on pourrait déterminer quelles dettes pourraient être considérées comme odieuses et impliquerait de trouver des créanciers potentiels publics ou privés.

La cour aurait l'autorité de demander aux créanciers de fournir de nouveaux crédits qui seraient prioritaires en cas de défaut, tout comme les institutions financières internationales. Les tribunaux nationaux seraient tenus de reconnaître la légitimité de cette cour internationale. Les créanciers et débiteurs seraient donc poussés à respecter les règles. La cour ferait partie d'un mécanisme d'arbitrage et de médiation de la dette créé sous les auspices des Nations Unies avec un support technique des institutions de Bretton Woods. Cependant, il serait indépendant de ces institutions.

Suivant une autre logique, l'insertion d'un cadre juridique dans des instruments contractuels créerait une institutionnalisation progressive à partir d'un cadre arbitral *ad hoc*. Une fois établies, ces procédures pourraient créer un effet d'entraînement pour le traitement juridique des autres obligations souveraines qui ne contiennent pas forcément une telle clause. Le professeur Paulus soutient qu'un tribunal de la dette souveraine devrait être mis en place pour gérer d'une manière efficace, effective et équitable les cas

⁷⁶³ Christopher G. OECHSLI, « Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debt: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act », *Virginia journal of international law*, 1981, 21, pp. 305-342.

⁷⁶⁴ United NATIONS, « Recommendations of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System », New York, United Nations, 2009.

actuels de défaillance souveraine imminente⁷⁶⁵. Sa proposition rassemble une clause contractuelle combinée à un tribunal de la dette et des procédures de résolution⁷⁶⁶. Le tribunal serait composé d'un collège d'arbitres qui pourrait être saisi par le biais de clauses insérées dans les contrats de dette souveraine.

Selon cette proposition, la procédure est divisée en plusieurs étapes : tout d'abord, il faut une acceptation du plan de résolution par les créanciers de l'État. Ensuite, le tribunal de la dette souveraine doit confirmer que la procédure a été respectée. Enfin, l'État débiteur serait tenu de suivre les mesures du plan. Il s'agit par exemple de réduire les salaires, de privatiser des entreprises, d'explorer de nouvelles sources de revenus. Cependant, au niveau national, des problèmes peuvent se poser, comme l'illustre l'expérience juridique grecque⁷⁶⁷. Cette proposition a été reprise dans les mondes universitaire⁷⁶⁸ et institutionnel⁷⁶⁹. Un projet de procédure arbitrale similaire mais non institutionnalisé existe sous la forme d'un mécanisme *ad hoc* d'arbitrage qui fonctionnerait sur une base au cas par cas. Les créanciers et les débiteurs proposeraient deux arbitres chacun, qui choisiraient à leur tour un cinquième arbitre pour diriger le panel⁷⁷⁰.

Une autre approche donne le pouvoir à une institution financière internationale d'agir en tant que conseiller impartial pour encourager les négociations entre les

⁷⁶⁵ Christoph G. PAULUS, « A Resolvency Proceeding for Defaulting Sovereigns », *International Insolvency Law Review*, 2012, pp. 1-suiv. ; Christoph G. PAULUS, « A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution for Sovereign Debt Restructurings », in *Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?*, ed. by Gallina A. VINCELETTE and Carlos A. Primo BRAGA, Washington D.C., World Bank, 2010, ; Christoph G. PAULUS, Steven T. KARGMAN, « Reforming the Process of Sovereign Debt Restructuring: A proposal for a Sovereign Debt Tribunal », New York, United Nations, 2008. Voir également Marcus H. MILLER, Dania THOMAS, « Sovereign Debt Restructuring: The Judge, the Vultures, and Creditor Rights », in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, ed. by Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 211-226 ; A. Mechele DICKERSON, « Insolvency Principles: The Missing Link in the Odious Debt Debate », *ibid.* ed. by Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 261-266 ; Anna GELPERN, « A Skeptic's Case for Sovereign Bankruptcy », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, Oxford, Nomos, C. H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 261-278.

⁷⁶⁶ Christoph G. PAULUS, « Should Politics be Replaced by a Legal Proceeding? », *ibid.* ed. by Christoph G. PAULUS, Oxford, Nomos, C. H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 191-212.

⁷⁶⁷ Aristides P. CHIOTELLIS, « Sovereign Debt Restructuring and the Internal Legal Framework: the Greek Experience », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 99-117.

⁷⁶⁸ Mathias AUDIT, « A Debt Restructuring Mechanism for European Sovereigns: An Emerging Idea », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, Oxford, Nomos, C. H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 213-222.

⁷⁶⁹ DAS, PAPAIOANNOU, TREBESCH, « Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts », *International Monetary Fund*, 2012*op. cit.*

⁷⁷⁰ Kunibert RAFFER, « Considerations for Designing Sovereign Insolvency Procedures », *Law, Social Justice & Global Development Journal*, 2005, 1, pp. 1-12.

créanciers et les débiteurs. Il s'agirait d'un rôle de médiateur auquel pourraient s'ajouter des pouvoirs d'arbitre. Les financements complémentaires nécessaires seraient plus aisément débloqués. Néanmoins, le FMI n'est pas considéré comme neutre en raison de sa structure et de la gouvernance des États créanciers. Il ne pourrait par conséquent pas tenir cette fonction, comme l'illustre l'échec du mécanisme de restructuration de la dette souveraine. Pourtant, ce pouvoir pourrait néanmoins lui revenir : des panels d'experts indépendants peuvent être créés comme c'est le cas pour l'organe de règlement des différends de l'OMC. Le panel aurait la responsabilité de jouer le médiateur dans les négociations entre le débiteur et les créanciers pour offrir une solution finale qui serait suivie de lignes directrices internationales signées par les parties.

Un mélange des deux solutions existe également : le FMI ou le panel d'experts pourrait agir pour faciliter les négociations dans un premier temps, en cas de blocage la cour internationale de la dette serait saisie⁷⁷¹.

Des propositions ni statutaires ni institutionnelles existent également, tel le forum de la dette souveraine⁷⁷². Composé d'un corps d'experts neutres créé par un consensus informel, ce forum rassemblerait les créanciers, les débiteurs et les institutions internationales. Il offrirait des consultations anticipées et discrètes, des informations à partager entre les États souverains endettés et leurs créanciers pour accélérer le processus de retour à la stabilité économique. Il aurait comme objectif de parvenir au consensus sur les ajustements macroéconomiques et sur le traitement des dettes, ainsi que de protéger la mémoire institutionnelle et de fournir un précédent. On revient avec cette idée à un système proche des Clubs de Paris et de Londres.

Le tableau suivant résume les caractéristiques principales des propositions de restructuration de la dette :

⁷⁷¹ SECRETARY-GENERAL, « External debt sustainability and development », 2014*op. cit.*

⁷⁷² GITLIN, HOUSE, « A blueprint for a Sovereign Debt Forum », 2014*op. cit.*

Critère/ Proposition	Arbitrage <i>ad hoc</i>	MRDS	Cour d'insolvabilité
Principes fondamentaux	Prise de décision et évaluation indépendantes de la situation du débiteur ainsi que d'autres aspects pertinents par un panel d'arbitres neutres, nommés en nombre égal par les parties avec une personne en plus nommée directement par les arbitres.	Catégories de créanciers regroupés comme base de décision à la majorité qualifiée; prise de décision par les parties par l'intermédiaire du Forum de résolution des différends relatifs à la dette souveraine, établi par le FMI et « indépendant » de ses services permanents	Décision et évaluation indépendantes de la situation du débiteur et d'autres éléments pertinents par une instance arbitrale placée sous la juridiction d'une institution internationale convenable, qui n'est elle-même ni créancière, ni débitrice
Cadre et procédure institutionnels	Procédure initiée par un panel <i>ad hoc</i> indépendant, constitué par les parties, le cas échéant, avec le soutien d'un secrétariat. Droit du débiteur d'émettre une proposition.	Processus déclenché par un débiteur souverain ; Forum de résolution des différends relatifs à la dette souveraine établi pour les cas individuels dénué de compétence décisionnelle mais fait office de facilitateur. Le débiteur élabore un projet, qui, après vérification par le Forum de résolution des différends relatifs à la dette souveraine, doit recevoir l'aval de la majorité qualifiée des créanciers, organisés en catégorie d'actifs.	Procédure décisionnelle de la Cours fondée sur le droit international, et à partir d'un plan de sortie de la dette soumis par le débiteur
Statut juridique de la procédure et de son résultat	Statut juridique fondé sur la soumission ex ante des parties au pouvoir de décision du panel; exécution conformément à la Convention de New York sur la reconnaissance des sentences arbitrales étrangères de 1958 et/ou à la législation nationale des juridictions d'émission de titres d'emprunt.	Amendement des Statuts du FMI constituant la base juridique d'exécution des accords négociés par le Forum de résolution des différends relatifs à la dette souveraine.	Procédure de décision de la Cour fondée sur un nouveau traité international ou sur un traité existant, sur lequel repose une institution existante (par exemple la Cour permanente d'arbitrage)
États éligibles	Tout État en situation de besoin d'allègement de dette	États en situation de besoin d'allègement de dette, en dehors de l'initiative PPTE.	Tout État en situation de besoin d'allègement de sa dette
Dette éligible	Toute dette extérieure d'un débiteur souverain; la dette publique intérieure et la dette extérieure non souveraine peuvent faire l'objet d'un traitement semblable.	Dette due aux porteurs d'obligations; la dette due aux Banques privées et créanciers publics bilatéraux peut être incluse come catégories d'actifs distinctes.	Toute la dette extérieure d'un débiteur souverain

Critère/ Proposition	Arbitrage <i>ad hoc</i>	MRDS	Cour d'insolvabilité
Critères appliqués en matière d'allègement vs. remboursement	Viabilité de la dette, mais aussi la légitimité des créances, peut être mise en cause par chacune des parties ou toute autre partie prenante exerçant son droit à être entendue. Le domaine de souveraineté du débiteur est protégé, conformément au chapitre 9 du Code de l'insolvabilité américain.	Viabilité de la dette telle qu'estimée par le FMI.	Tout argument pertinent avancé par les parties, notamment la viabilité de la dette, mais aussi la légitimité des créances peut être mise en cause par chacune des parties ou toute autre partie prenante exerçant son droit à être entendue.
Participation du public et transparence	Toute partie prenante a le droit d'être entendue en se faisant représenter par des organismes de la société civile.	La procédure se limite strictement aux parties concernées; aucune participation de parties tiers.	La Cour internationale doit appliquer les normes internationales pertinentes de transparence et de participation des parties intéressées

Source : Tableau adapté du rapport de Udaibir S. DAS, Michael G. PAPAIOANNOU, Christoph TREBESCH⁷⁷³

Nous considérons que l'institution d'un mode de règlement devrait faire prévaloir le multilatéralisme sur le bilatéralisme. Les options juridiques en ce sens existent et les propositions abondent : de l'instauration de forum à la création d'un organe de règlement résultant d'instruments conventionnels à caractère multilatéral. Tout est à disposition, sauf la volonté politique : l'impossibilité d'obtenir un consensus s'explique par l'essence même de la règle de droit⁷⁷⁴. En effet, il s'agit de concevoir un mode unique de règlement des différends en droit international économique. Cette idée relève de l'oxymore, notamment en raison de la diversité des types de conflits, des acteurs, des domaines.

Pourtant, nous sommes persuadé qu'il est possible d'obtenir l'instauration d'un dispositif par le biais d'une intégration progressive de clauses de droit applicable et de règlement des différends dans les contrats de dette, sans forcément attendre un consensus politique. Dans ce cas, l'ingénierie juridique s'imposerait aux opérateurs. Par

⁷⁷³ DAS, PAPAIOANNOU, TREBESCH, « Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts », International Monetary Fund, 2012.

⁷⁷⁴ Selon Guy Carcassonne : « une bonne règle est celle qui diminue le niveau de volonté et de courage exigé des acteurs. [Les règles] ont été choisies par des gouvernements, au terme de négociations, au terme de discussions. Elles ont été fixées d'une manière qui était peut être exagérément influencée par les marchés, par les agences de notation [...] mais ces règles ont été établies théoriquement par une volonté politique. » : voir SOREL, CHEMAIN, *op.cit.*, *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Actes du colloque du 5 décembre 2012 au Palais Brongniart, Paris, Pedone, pp. 65-77.

analogie, le cadre européen de résolution des crises s'impose également, comme nous allons le voir.

B. Vers un cadre européen de résolution des crises

Pourtant au niveau européen, l'idée d'un mécanisme structuré se concrétise. Depuis l'expérience grecque, la nécessité d'assurer une restructuration ordonnée est essentielle, surtout que les conditions sont toujours discutées. Allègement de la dette, exécution des obligations et échange de titres ont fait jurisprudence. Une prochaine restructuration en Europe sera complexe, c'est pourquoi une approche systématique est envisagée. La proposition européenne de mécanisme européen de résolution de crise utiliserait les institutions existantes de l'Union⁷⁷⁵.

Etabli par un traité international ou une directive, ce mécanisme se diviserait en trois domaines d'action : la dimension financière serait assurée par un financement intérimaire du mécanisme européen de stabilité, le plan économique serait orienté vers la mesure de la soutenabilité de la dette et l'analyse des ajustements économiques effectués par la BCE ou la Commission, et enfin les discussions juridiques seraient soumises au règlement des différends devant la Cour de justice de l'Union européenne. Inspiré du mécanisme de restructuration de la dette souveraine proposé par le FMI, le mécanisme pourrait être actionné par un État débiteur qui choisirait le lieu de règlement des différends. Suivre cette procédure lui permettrait de rassembler une majorité de détenteurs d'obligations et d'éliminer les créanciers réticents.

Une autre proposition envisage un amendement du traité instituant le mécanisme européen de stabilité⁷⁷⁶ pour régler la question des créanciers récalcitrants en minimisant les risques de litiges⁷⁷⁷. Le traité serait par exemple modifié pour immuniser

⁷⁷⁵ François GIANVITI, Anna O. KRUEGER, Jean PISANI-FERRY, André SAPIR, Jurgen Von HAGEN, « A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal », *Bruegel Blueprint Series*, 2010, 32p.

⁷⁷⁶ ZETTELMEYER, TREBESCH, GULATI, « The Greek Debt Restructuring: An Autopsy », *Economic Policy*, 2013, 28, pp. 513-563.

⁷⁷⁷ Lee C. BUCHHEIT, G. Mitu GULATI, « The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings », *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2013, 28, pp. 191-194.

les biens des États débiteurs de toute saisie par des créanciers, ce qui diminuerait la propension à saisir les tribunaux et encouragerait la négociation et la restructuration⁷⁷⁸.

Toute modification en ce sens pourrait renforcer l'aspect économique de l'Union et constituer une avancée dans l'architecture financière pour prévenir et minimiser les effets des crises. Les États membres restent convaincus que le mécanisme de restructuration de la dette souveraine pourrait contribuer à l'amélioration du cadre de résolution des crises. Il renforcerait les éléments contractuels en apportant des motivations à l'intégration de clauses d'action collective dans les obligations souveraines. En tant que composant statutaire, il intégrerait également des caractéristiques pour améliorer la résolution des crises, celles ne pouvant être utilisées en suivant une approche contractuelle. En effet, au-delà des règles de formes ou de procédure, il faut que les obligations de contenu existent : en plus des normes, il faut des contrôleurs pour garantir un caractère dissuasif.

Cette union monétaire dépourvue d'union fiscale envisage différentes possibilités et cherche à les appliquer. Le succès peut être mitigé, comme le démontre le projet d'adoption d'une règle d'or⁷⁷⁹. Qu'il s'agisse d'un effet d'affichage à l'effet juridique assez limité⁷⁸⁰, défendre l'adoption d'une règle d'or contraignante, de sanctions automatiques et impliquer la Cour européenne de justice constitue une avancée vers l'élaboration d'un cadre juridique de gestion des dettes souveraines. Les critiques relatives à la règle d'or sont multiples⁷⁸¹. Elles renvoient à l'essence même de la dette : que faut-il plafonner lorsque les investissements peuvent constituer des engagements qui permettent de sortir plus rapidement d'une récession ? La zone euro

⁷⁷⁸ Une approche similaire avait été adoptée par le Conseil de sécurité des Nations Unies en 2003 pour soutenir les efforts de l'Irak pour restructurer sa dette. Cette résolution prévoit que : « *le pétrole, les produits pétroliers et le gaz naturel provenant d'Iraq ne pourront [...] faire l'objet d'aucune procédure judiciaire ni d'aucun type de saisie, saisie-arrêt ou autre voie d'exécution, que tous les États devront prendre toutes les mesures voulues dans le cadre de leurs systèmes juridiques nationaux respectifs pour assurer cette protection et que le produit de la vente de ces produits et les obligations y afférentes, ainsi que les avoirs du Fonds de développement pour l'Iraq, bénéficieront de privilèges et immunités équivalents à ceux dont bénéficie l'Organisation des Nations Unie* ». Voir Résolution 1483 (2003) adoptée par le Conseil de sécurité à sa 4761^{ème} séance le 22 mai 2003.

⁷⁷⁹ Arnaud SEE, « Une nouvelle "discipline" budgétaire ? Les sanctions des politiques budgétaires "indisciplinées" dans l'Union européenne », in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, ed. by Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 143-159.

⁷⁸⁰ Selon les termes du Professeur Denys Simon : voir SOREL, CHEMAIN, *op.cit.*, *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Actes du colloque du 5 décembre 2012 au Palais Brongniart, Paris, Pedone, pp. 177-180.

⁷⁸¹ TIROLE, « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 253-272.

constitue une expérience intéressante puisqu'elle permet de tester le consensus obtenu en matière financière, économique et budgétaire entre un nombre restreint d'États.

*

Comme nous l'avons étudié, il n'existe ni dispositif préventif ou de régulation, ni moyen d'encadrer ou limiter le recours à l'endettement pour les États. Aucune règle de droit international ne limite cette action souveraine. Il existe des règles relatives à l'équilibre des finances publiques, des règles de discipline budgétaire comme dans le cadre des traités européens, des instruments de *soft law*. Il n'existe pas d'institution internationale chargée d'intervenir en situation de crise, comme une banque centrale globale intervenant unilatéralement sur les marchés en tant que prêteur en dernier ressort. De plus, il n'y a pas de régulation *ex post* centralisant et administrant les difficultés financières des États, telle une supra procédure de liquidation, même si les propositions sont légion.

Ce qui existe, ce sont des propositions envisageant des instruments. Elles ne constituent pas à elles seules une stratégie globale permettant de refonder le système financier international. Pourtant, la crise n'étant pas encore dépassée, l'ambition de réformes trouve de plus en plus de soutiens. Nous considérons que le dilemme qui se pose doit être reformulé. Il ne s'agit pas de savoir si l'endettement des États affecte leur souveraineté, mais de choisir à quelle entité ils souhaitent en céder une partie : les marchés financiers ou une structure créée selon le droit international public.

Tous les outils juridiques ont été largement explorés, présentés et commentés ces dernières années. Il manque à présent l'impulsion politique. Sans cette volonté, aucun cadre juridique ne peut advenir dans la mesure où le droit n'est qu'un consensus dicté par un discours politique ou économique⁷⁸².

⁷⁸² Jean-Marc SOREL, *Le droit international économique à l'aube du XXIème siècle. En hommage aux Professeurs Dominique Carreau et Patrick Juillard.*, Paris, Pedone, 2009, 141-152 ; Jean-Marc SOREL, « Conclusions. Une fable moderne : l'Etat, l'Union européenne, les marchés financiers et l'aléa moral », in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, ed. by Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 193-200.

CHAPITRE 8. L'ELABORATION D'UN DROIT INTERNATIONAL ECONOMIQUE DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN

Le droit international économique est particulier : il s'articule autour d'engagements souvent non obligatoires où la dimension de *soft law* est fondamentale. Si l'absence d'obligation formelle permet à la fois d'échapper à ses engagements et à chaque État d'être opportuniste en fonction de ses prétentions, on peut voir le droit international en général et le droit international de l'endettement en particulier comme un produit de la rencontre entre les pouvoirs politique et économique.

La gestion de la dette est intégrée au droit international économique. Elle ne peut être une branche autonome du droit international puisqu'elle est intrinsèquement un instrument juridique de politique économique. Qu'il s'agisse de développement ou d'investissement, la gestion de la dette s'inscrit dans le long terme et reste juridiquement mal définie. Or si l'on constate l'absence de corps de règles en droit international, plusieurs options sont envisageables pour élaborer un cadre juridique.

La première renvoie à un régime contractuel volontaire fondé sur les clauses d'action collective. La deuxième repose sur un modèle statutaire limité, fondé sur un traité international ou un amendement des Statuts du FMI. La troisième envisage la mise en place d'un régime statutaire étendu comme le fut la proposition de mécanisme de résolution de la dette souveraine du FMI. La quatrième consiste en un ensemble moins protecteur soutenant les positions des créanciers et diluant les protections pour les États en défaut.

Au-delà de l'absence de consensus concernant une option à privilégier, c'est surtout l'objectif d'élaboration d'un droit visant à l'exécution des obligations souveraines et à régler les cas de défauts qui est visé. Dans le cadre de ces propositions, la nécessité de définir les droits et obligations des parties et d'identifier les mesures institutionnelles ou contractuelles qui permettront de gérer juridiquement les négociations est reconnue. Progressivement, les débats sur les lacunes juridiques, le manque de définition des termes, des droits et obligations de chacun débouchent sur la

définition de principes impératifs et fondamentaux applicables à la dette. Ils conduisent à l'esquisse d'un droit international de la dette extérieure⁷⁸³ composé de principes généraux (**Section 1**) qui constituent le socle d'une *lex imperfecta* de la gestion des dettes souveraines (**Section 2**).

⁷⁸³ MEETARBHAN, *op.cit.*, « Vers un droit international de la dette extérieure ? », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by PUBLISHERS, 1995, pp. 485-534.

Section 1. Des principes généraux applicables à des fonctionnements globaux

Considérer un droit international économique de la dette souveraine revient à envisager un fonctionnement global à la lumière du caractère de *soft law* de la régulation financière internationale (I.). Ces sources informelles établissent un ensemble de règles qui s'appliquent à la gestion de l'endettement des États (II.).

I. La *soft law*, source du droit international du financement

Les sources du droit international de l'endettement souverain sont informelles, tout comme une partie des productions juridiques qui en découlent (A.). Celles-ci comblent le vide juridique actuel. Il s'agit d'un « droit souple » par essence, entendu comme composé d'un droit flou sans précision, d'un droit mou sans sanction et d'un droit doux sans obligation. Sa valeur dans les relations internationales et en particulier pour le droit international repose sur sa force de persuasion qui sert de pouvoir d'action (B.).

A. Les codes de bonne conduite, les rapports et le partage d'informations

La *soft law* n'est pas une source formelle et obligatoire du droit international mais un instrument juridique intermédiaire qui assiste le développement et l'application du droit international général de manière variée⁷⁸⁴. Le caractère de *soft law* d'un instrument ne détermine pas nécessairement *ex ante* ses effets normatifs *ex post*. La prédominance des instruments de *soft law* en droit financier est manifeste et peut surprendre comparée au rôle des traités dans le domaine du droit du commerce international⁷⁸⁵.

Le droit international financier manque également d'une institution, l'équivalent de l'OMC pour le commerce, et reste fragmenté. Ces différences accentuent le manque de publicité de la règle de droit, tant pour la procédure que la légitimité. Mais cela ne diminue pas le rôle important de la *soft law* en tant que mécanisme de coordination du droit international financier. De nombreuses raisons expliquent le choix, voire la nécessité, de la *soft law* : elle est notamment moins coûteuse, plus rapide, plus flexible

⁷⁸⁴ Jean D'ASPROMONT, *Formalism and the Sources of International Law. A Theory of the Ascertainment of Legal Rules*, Oxford, Oxford University Press, 2011, 288p.

⁷⁸⁵ Chris BRUMMER, « Why Soft Law Dominates International Finance — and not Trade », *Journal of International Economic Law*, 2010, 13, pp. 623-643.

et souvent plus efficace pour être utilisée par des opérateurs sur des marchés financiers toujours changeants.

Le postulat est qu'en l'absence de règles, des principes sont nécessaires, puisque dans la hiérarchie des normes, aucune règle n'est appelée à s'appliquer spécifiquement. D'un côté, il n'y a aucun traité international qui régleme le financement souverain. De l'autre, les sources du droit en la matière ne se trouvent pas dans la coutume internationale. Par conséquent, il reste à utiliser d'autres règles ou principes, formels ou non, pour gérer l'endettement souverain au niveau international.

Cette *soft law* s'articule autour de plusieurs axes : les meilleures pratiques, les rapports de régulation, le partage d'informations et le renforcement de la coopération. La promotion des meilleures pratiques consiste à soutenir celles généralement acceptées, notamment dans les domaines de la transparence, du partage d'informations et des techniques de diligence raisonnable (« *due diligence* »). Issues de forums internationaux⁷⁸⁶, d'associations professionnelles comme l'IASB ou de régulateurs de marchés tel le comité de Bâle, les pratiques de régulation et de supervision sont rassemblées dans des codes de bonne conduite destinés aux opérateurs. En parallèle, l'élaboration de bases de données permet aux régulateurs d'appréhender le phénomène de l'endettement. Les rapports enregistrent officiellement des faits, tout comme des opinions institutionnelles et des perspectives possibles pour les données financières et leurs implications pour l'économie globale. C'est sur ces données que se fondent les économistes pour analyser l'endettement et projeter les règles prudentielles.

Ces rapports sont fondamentaux pour les politiques et génèrent souvent des comparaisons permettant de définir des seuils. Ils peuvent également être utilisés pour inciter les opérateurs à ne pas adopter les pratiques incriminées, ou pour identifier des politiques alternatives que les régulateurs peuvent suivre. Par conséquent, ces instruments sont particulièrement débattus et négociés. De plus, beaucoup d'accords de financement internationaux sont préalablement des « *Memoranda of Understanding* ». Par ce biais, les autorités bancaires et les marchés financiers partagent leurs informations sur le risque et leurs pratiques aux niveaux régional et international.

⁷⁸⁶ Voir la fiche de description des comités, groupes et clubs mise en ligne par le FMI : Factsheet, « A Guide to Committees, Groups, and Clubs », FMI, 17 avril 2015 : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/groups.htm>.

B. Vers une gestion standardisée de la dette

En partant des droits nationaux, des principes sont dégagés : la légitimité, l'impartialité, la *due diligence*, la bonne foi, la transparence, le respect de *pacta sunt servanda*, la soutenabilité qui ont le statut de principes partagés qui émergent comme principes généraux du droit⁷⁸⁷. Ce raisonnement à partir du droit interne a toujours été appliqué pour dégager des règles de restructuration de la dette souveraine⁷⁸⁸. La tendance à la systématisation de ces principes du droit interne a connu son apogée avec la proposition du FMI en 2003 fondée sur les chapitres 9 et 11 de la loi sur les faillites des États-Unis. Même les propositions alternatives, telle que la « *Fair and Transparent Arbitration Procedure* » proposée par *Jubilee 2000*⁷⁸⁹, résultent d'une reprise des règles de liquidation judiciaires et du droit procédural national⁷⁹⁰. Pour qu'il s'agisse de principes généraux, il faut également qu'ils proviennent des relations internationales entre États, notamment des résolutions de l'Assemblée générale des Nations Unies⁷⁹¹, du FMI⁷⁹² et d'autres institutions internationales représentant une majorité considérable dans la communauté internationale. Or toute l'architecture repose justement sur les propositions d'outils créés par ces entités internationales.

La plupart des propositions relatives à la régulation de la dette souveraine vont dans le sens de la mise en place de standards internationaux, tout en échouant à rassembler le support politique nécessaire pour leur mise en place. Cet échec n'implique pas qu'il n'y ait aucun besoin de régulation, contrairement à ce que les tenants du *statu quo* soutiennent. Savoir s'il s'agit d'approches normatives politiquement irréalistes est un autre problème ; ou encore si elles ont été élaborées et proposées par les mauvais acteurs ou selon des procédures inadéquates. Le besoin de principes généraux de promotion d'un financement souverain responsable existe. Le manque de transparence,

⁷⁸⁷ Mathias GOLDMANN, « Responsible Sovereign Lending and Borrowing: The View from Domestic Jurisdictions », Heidelberg, United Nations Conference on Trade and Development, 2012.

⁷⁸⁸ Holger SCHIER, *Towards A Reorganisation System For Sovereign Debt : An International Law Perspective*, Leiden, Martinus Nijhoff Publishers, 2007, 312p. ; UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, New York, United Nations, 2005, 400p.

⁷⁸⁹ *Fair and Transparent Arbitration Process*, voir en ligne : <http://www.jubileeusa.org/whatwedo/ftap.html>.

⁷⁹⁰ Jürgen KAISER, « Taking Stock of Proposals for More Ordered Workouts », in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, ed. by Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO, and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, pp. 428-448.

⁷⁹¹ Voir Chapitre 7, p. 225 et suiv.

⁷⁹² Article 5 § 3.b sur la situation de l'emprunteur souverain avant le décaissement des fonds ; Article 6 § 1.a et § 1.b.ii sur les restrictions de l'utilisation actuelle des fonds empruntés.

l'information imparfaite et la mauvaise gestion de la structure de la dette et de sa composition sont autant de raisons à l'origine d'un surendettement. D'autant plus qu'au-delà de ces débats, l'impact humain est considérable⁷⁹³.

Il est impossible de savoir comment une crise pourrait être évitée ou comment elle pourrait évoluer en l'absence de standards financiers internationaux. Certaines règles semblent même avoir contribué à aggraver ou à répandre la crise⁷⁹⁴. La réglementation mondiale en matière de services financiers ne peut empêcher une crise⁷⁹⁵, mais l'application de politiques réglementaires peut en modérer les effets. Reste à établir un consensus tant européen qu'international quant aux mesures devant être prises pour réguler l'endettement souverain. Evidemment le développement de tels outils reste insuffisant pour tout couvrir. L'objectif n'est pas un changement du droit, mais une évolution des comportements des opérateurs. Le droit peut aider, mais il n'est ni suffisant, ni nécessaire pour apporter une solution définitive.

II. Les règles de *soft law* applicables au financement souverain

L'adoption de principes à intégrer dans un code de conduite pour guider les négociations des créanciers et débiteurs souverains a été discutée au sein de plusieurs fora. Les initiatives de *soft law* sont marquées par un changement du forum de discussion : du FMI à la CNUCED, des institutions de Bretton Woods (A.) à l'ONU (C.) en passant par les professionnels du marché (B.). Derrière ces initiatives se dégage le constat de l'asymétrie entre un « droit dur » de la régulation du commerce international et un « droit souple » du financement souverain⁷⁹⁶.

A. Les initiatives des institutions financières internationales

Un des problèmes essentiels du fonctionnement du système financier international est la difficulté de coopération. Mettre en place des règles de conduites suivies par les acteurs sur les marchés avant et pendant une crise de dette serait bénéfique. Le début des années 2000 a vu se multiplier les propositions en parallèle à la

⁷⁹³ RAFFER, *op.cit.*, *Debt Management for Development. Protection of the Poor and the Millennium Development Goals*, Cheltenham, Edward Elgar, pp. 132-148.

⁷⁹⁴ GIOVANOLI, « The reform of the international financial architecture after the global crisis », *N.Y.U. International Law and Politics*, 2009, Vol. 42, pp. 81-123.

⁷⁹⁵ Voir le Rapport Larosière, *op. cit.*

⁷⁹⁶ Chris BRUMMER, *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, Cambridge University Press, 2012, 306p.

procédure globale proposée par le FMI. Afin de réduire l'incertitude des actions collectives des créanciers avant et pendant la restructuration de dettes, des lignes directrices informelles regroupées dans un code de bonne conduite auxquelles les débiteurs et les créanciers pourraient souscrire ont été élaborées. La première proposition est attribuée à Jean-Claude Trichet en 2001, alors gouverneur de la Banque de France⁷⁹⁷. L'idée de son code de bonne conduite volontaire n'est pas détachée, mais complémentaire de la procédure globale. Il vient compléter la solution contractuelle destinée à standardiser l'utilisation de clauses d'action collective dans les obligations souveraines.

Elaborer un code de conduite répondant à une formule souple fournit, en cas d'adhésion suffisamment large, un cadre plus précis pour régler plusieurs questions concernant la gestion des dettes souveraines. Ainsi, il définit la responsabilité des créanciers dans l'allocation de prêts, il fournit des lignes directrices pour les périodes de rééchelonnement et précise les normes applicables au traitement du principal et des intérêts. Il pourrait aller jusqu'à entériner les conditions minimales dans lesquelles une proportion des recettes d'exportation ou des revenus d'un projet pourrait être attribuée aux créanciers pour rembourser la dette. Plus modestement, il pourrait rappeler les principes liant le remboursement à la capacité de paiement. On peut envisager un code de bonne conduite qui prévoirait l'étendue des *negative covenants*, les principes concernant la politique relative aux taux de change et aux taux d'intérêt basée sur une allocation plus équitable de risques ou encore des critères de protection des droits de l'homme et de droit au développement⁷⁹⁸.

Sans aller aussi loin, un critère de bonne conduite a été développé par le FMI lorsqu'il a élaboré sa version modifiée des conditions de prêts en arriérés. Loin d'être la seule source de production de tels outils⁷⁹⁹, le FMI reste néanmoins la seule institution capable d'en vérifier leur application. Les États recevant un financement du FMI lors d'une crise d'endettement doivent faire un effort de bonne foi pour parvenir à un accord

⁷⁹⁷ Bertrand COUILLAUD, Pierre-François WEBER, « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », Paris, Banque de France, 2003.

⁷⁹⁸ MEETARBHAN, *op.cit.*, « Vers un droit international de la dette extérieure ? », in *La dette extérieure / The external debt*, ed. by PUBLISHERS, 1995, pp. 485-534

⁷⁹⁹ Le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, rassemblés au sein du Conseil de stabilité financière, sont également producteurs de standards.

en collaboration avec leurs créanciers⁸⁰⁰. Plus précisément, les États qui envisagent de restructurer leur dette s'engagent lors des négociations avec leurs créanciers à continuer à dialoguer jusqu'à ce que la restructuration soit terminée. Ils sont tenus de fournir au plus tôt aux créanciers leurs commentaires sur la conception de la restructuration et des mesures envisagées. En outre, les États partagent les informations pertinentes non confidentielles avec tous les créanciers de manière régulière⁸⁰¹.

Si les principales fonctions du FMI sont la surveillance des États (Article IV), l'assistance financière (Article V, Section 3) et l'assistance technique (Article V Section 2 (b)), le Fonds utilise ces trois missions comme des instruments pour remplir les objectifs définis à l'Article I. Pour la surveillance des politiques budgétaires, tous les États doivent transmettre au Fonds les renseignements nécessaires pour lui permettre d'exercer sa mission générale de contrôle (Article VIII Section 5). D'autres mesures de surveillance du système financier, en partenariat avec la Banque mondiale, existent depuis les crises des années 1990 : le programme d'évaluation du secteur financier (FASP) et les rapports sur l'observation des normes et des codes (ROSCs). En 2001, les lignes directrices pour la gestion de la dette publique ont été publiées en coopération avec les gestionnaires de la dette du monde entier. Elles fournissent un ensemble de principes volontaires pour améliorer les pratiques de gestion de la dette et réduire la vulnérabilité financière. Elles couvrent à la fois la dette publique intérieure et extérieure et se concentrent sur les principes applicables à un large éventail d'États aux structures institutionnelles différentes.

En 2013, le FMI et la Banque mondiale ont réexaminé ces lignes directrices à la lumière des changements de réglementation du secteur financier mis en place après la crise financière de 2008 et en prenant en considération l'évolution des politiques macroéconomiques. Grâce à un processus de collaboration avec les États membres de la Banque mondiale, les révisions proposées reflètent les expériences des États et des conseils sur la gestion de la dette accumulés au cours de la dernière décennie. Elles comprennent des indications supplémentaires sur l'équilibre entre la flexibilité, la transparence et la reddition de comptes d'une part, l'évaluation des risques, l'utilisation

⁸⁰⁰ Ils doivent faire preuve d'un « *good faith effort to reach a collaborative agreement with its creditors* ».

⁸⁰¹ DAS, PAPAIOANNOU, TREBESCH, « Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts », International Monetary Fund, 2012*op. cit.*

des clauses d'action collective et le développement et le maintien du marché des titres souverains d'autre part. Ces révisions veillent à ce que les directives continuent à aider les gestionnaires de la dette. Il s'agit *in fine* d'améliorer les pratiques de gestion de la dette et de réduire la vulnérabilité aux chocs financiers.

B. Les professionnels du marché

La promotion d'un code de bonne conduite pour une restructuration équitable de la dette est en discussion depuis l'échec du mécanisme de restructuration de la dette. Les banques commerciales ont été au centre des propositions par le biais des associations professionnelles. L'association internationale des praticiens du droit de la faillite (INSOL International)⁸⁰², l'ICMA⁸⁰³ regroupant les principaux établissements bancaires, investisseurs et émetteurs de dettes souveraines, se sont penchées sur de nouvelles règles *ex post* de gestion. Puis l'IIF s'est intéressé aux éléments d'un code de conduite.

En 2004, un texte définitif rédigé par un groupe international d'auteurs privés et officiels a été proposé : le « *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets* »⁸⁰⁴. Bien que non entré en vigueur jusqu'à présent, le G20 et le FMI ont examiné cette proposition. Depuis lors, un groupe de hauts responsables financiers des grandes banques et institutions financières mondiales cherche à le faire adopter. Ces principes sont fondés sur le marché, ils sont volontaires et forment un cadre flexible. Pour promouvoir la coopération entre les débiteurs et créanciers, ils sont destinés à s'appliquer à tous les États débiteurs⁸⁰⁵. En octobre 2012, l'Institut a complété ces principes suite à l'expérience de la restructuration grecque⁸⁰⁶.

Ces principes pour des flux de capitaux stables et une restructuration équitable de la dette constituent une réponse des professionnels du marché : les grands émetteurs et les créanciers se sentaient menacés par la perspective d'un régime de faillite des États

⁸⁰² GIOVANOLI, « The reform of the international financial architecture after the global crisis », *N.Y.U. International Law and Politics*, 2009, Vol. 42, pp. 81-123.

⁸⁰³ L'ICMA s'est en particulier intéressée aux modèles de clauses d'action collective à intégrer dans les contrats obligataires de titres de dette souveraine.

⁸⁰⁴ IIF, « Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets », 2004.

⁸⁰⁵ Initialement, les Principes IIF étaient seulement applicables aux marchés émergents. Mais en 2010, il a été convenu d'en élargir l'application à tous les États pour englober sur une base volontaire les émetteurs souverains.

⁸⁰⁶ Institute of International FINANCE, « Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring & Addendum », Institute of International Finance, 2012.

souverains, mais acceptent de se prêter à un code de conduite, surtout si une telle adoption met à mal toute proposition de tribunal de faillite pour les États⁸⁰⁷. La résistance politique à l'égard du mécanisme de restructuration des dettes souveraines du FMI a créé une dynamique d'autorégulation.

Ils reposent sur six piliers : la transparence et l'information, le dialogue et la coopération, la bonne foi, le traitement juste. Un processus de restructuration est défini comme équitable si les États débiteurs coopèrent étroitement avec leurs créanciers, acceptent d'échanger des informations, évitent les contrôles de capitaux injustifiés et reprennent les paiements partiels ou complets dès que les conditions le permettent. Rassemblés en un code de bonne conduite, ces principes présentent l'avantage de favoriser une meilleure organisation, voire de diminuer les coûts, tout en garantissant une flexibilité pour les acteurs. Les objectifs affichés sont la prévention et la réduction des crises des dettes souveraines en établissant des pratiques volontaires. La nécessité d'une meilleure transparence des données est rappelée en permanence : les différences entre États sont marquées dans la transparence des données et les relations avec les investisseurs⁸⁰⁸. L'objectif ultime est qu'un tel code, complémentaire aux autres mécanismes et non substituable, devienne un standard pour les marchés.

Cette approche d'autorégulation par les acteurs peut être favorable à la fois pour les États qui souhaitent un retour sur le marché et pour les créanciers dont l'incertitude est diminuée, même si le débat sous-jacent sur l'autorégulation des acteurs renvoie à l'absence de responsabilité⁸⁰⁹. Ce code de bonne conduite, volontaire et non obligatoire, correspond à la *soft law* et la nouvelle gouvernance : il n'est pas contraignant, il est modulable dans le temps et conçu pour sécuriser les engagements des emprunteurs et des créanciers. Il s'applique uniquement à un sous-ensemble d'instruments de dette et a donc une portée restreinte. Pourtant cette *soft governance* peut avoir un effet de *hard law* si les règles sont respectées et suivies par les acteurs. En effet, l'impact sur la réputation des États est important dans le signal envoyé aux marchés.

⁸⁰⁷ Eric HELLEINER, « Filling a Hole in Global Financial Governance? The Politics of Regulating Sovereign Debt Restructuring », in *The politics of global regulation*, ed. by Walter Mattli and Ngaire WOODS, Princeton University Press, 2009, pp. 89-120.

⁸⁰⁸ Bianca De PAOLI, Glenn HOGGARTH, Victoria SAPORTA, « Costs of sovereign default », Bank of England, 2006.

⁸⁰⁹ Marie-Anne FRISON-ROCHE, *Responsabilité et régulations économiques*, Paris, Dalloz, 2007, Vol. 5.

L'inconvénient majeur reste qu'un tel code ne résout pas les problèmes des créanciers, tels les comportements moutonniers auto-réalisateurs, les actions individuelles et les minorités de blocage⁸¹⁰. Comme de telles règles ne sont pas obligatoires, il reste à créer des incitations pour y adhérer. Le code de bonne conduite n'a pas prospéré : une des raisons est qu'il n'est pas équitable et penche en faveur des créanciers⁸¹¹. Par ailleurs, il n'existe aucun mécanisme pour contraindre les États et les créanciers à le respecter. C'est la critique majeure que reçoit la plupart des codes qui ne suggèrent pas les moyens de sanctionner les mauvais comportements de chaque côté. Pour obtenir un résultat contraignant, beaucoup considèrent qu'il faut avoir recours à un système de gestion de l'insolvabilité étatique sur le modèle de ce que les droits nationaux connaissent en matière de faillite des sociétés commerciales⁸¹².

Ces principes ont besoin d'être approfondis : ils restent prolixes pour les attentes vis-à-vis des débiteurs, mais plus laconiques quant aux exigences vis-à-vis des créanciers. Les créanciers ont également besoin d'un code plus clair pour guider leurs comportements futurs. L'équité entre créanciers est au cœur de l'addendum qui propose que le débiteur souverain traite équitablement et offre un traitement comparable à tous les créanciers. Aucun créancier ou groupe de créanciers ne sera donc exclu *ex ante* de la restructuration. La formation d'un comité des créanciers est mise en avant par l'addendum qui les appelle à s'organiser autour d'un comité dès le début de la négociation de la restructuration. Le rappel de la structure et de la procédure du Club de Londres est clair.

Si les principes sont globalement en accord avec les politiques du FMI, il existe néanmoins des différences. Ils ont été dans un premier temps adoptés par de grandes institutions financières et pris en charge par les emprunteurs des marchés émergents. Le G20 et le Comité monétaire et financier international du FMI ont accueilli ces principes, mais ont été réticents par la suite. L'addendum de 2012 encourage plus de participation des créanciers privés dans les paramètres macroéconomiques qui soutiennent l'analyse de la soutenabilité de la dette des programmes du FMI. Ce dernier plaide pour que

⁸¹⁰ Kathrin BERENSMANN, « Involving Private Creditors in the Prevention and Resolution of International Debt Crises », Bonn, German Development Institute, 2003, 65p.

⁸¹¹ Barry HERMAN, « Why the Code of Conduct for Resolving Sovereign Debt Crises Falls Short », in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, ed. by Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO, and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, Chapter 14.

⁸¹² R.M. AUERBACK, « Sovereign debt - default and restructuring of debts owed to private creditors », *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2003, 18, pp. 440-452.

l'organisation des négociations doit être laissée aux créanciers et débiteurs qui pourront estimer pertinent de faire des différences de traitements en fonction des revendications. Ainsi, une participation formelle serait contraire à l'indépendance du FMI et pourrait même diminuer sa crédibilité en intégrant les objectifs et intérêts des créanciers privés. C'est pour ces différentes raisons que le FMI ne peut approuver ces principes.

Tout en conservant un rôle très marginal, les Nations Unies se sont impliquées dans l'analyse des crises financières globales en appelant à des réformes de l'architecture financière internationale. Elles sont activement engagées dans le débat. La charte des Nations Unies sert de paravent normatif pour ces compétences, dans la mesure où les objectifs de coopération internationale se retrouvent dans la résolution des problèmes économiques tout en promouvant des solutions (Articles 1(3) et 55)⁸¹³. La restructuration de la dette irakienne a démontré que, dans des cas extrêmes, un État peut faire une demande au Conseil de sécurité des Nations Unies pour empêcher les créanciers de saisir les actifs au cours d'une période⁸¹⁴.

Ainsi, à peine deux mois après l'abandon de la proposition du FMI, un mécanisme de restructuration de la dette souveraine *ad hoc* a été adopté par le Conseil de sécurité des Nations Unies dans sa résolution n° 1483-1403 du 22 mai 2003. Cette mesure de gel des actifs est rappelée en 2004⁸¹⁵. Même si les créanciers peuvent obtenir des jugements définitifs, ils ne sont pas en mesure de saisir les réserves de pétrole ou les

⁸¹³ Article 1(3) : « Réaliser la coopération internationale en résolvant les problèmes internationaux d'ordre économique, social, intellectuel ou humanitaire, en développant et en encourageant le respect des droits de l'homme et des libertés fondamentales pour tous, sans distinctions de race, de sexe, de langue ou de religion ».

Article 55 : « En vue de créer les conditions de stabilité et de bien-être nécessaires pour assurer entre les nations des relations pacifiques et amicales fondées sur le respect du principe de l'égalité des droits des peuples et de leur droit à disposer d'eux-mêmes, les Nations Unies favoriseront : b. la solution des problèmes internationaux dans les domaines économique, social, de la santé publique et autres problèmes connexes, et la coopération internationale dans les domaines de la culture intellectuelle et de l'éducation ».

⁸¹⁴ Résolution du Conseil de sécurité n° 1483/03 du 22 mai 2003, paragraphe 22 : « [...] jusqu'au 31 décembre 2007, à moins que le Conseil n'en convienne autrement, le pétrole, les produits pétroliers et le gaz naturel provenant d'Iraq ne pourront, jusqu'à ce que le titre les concernant soit transmis à l'acquéreur initial, faire l'objet d'aucune procédure judiciaire ni d'aucun type de saisie, saisie-arrêt ou autre voie d'exécution, que tous les États devront prendre toutes les mesures voulues dans le cadre de leurs systèmes juridiques nationaux respectifs pour assurer cette protection et que le produit de la vente de ces produits et les obligations y afférentes, ainsi que les avoirs du Fonds de développement pour l'Iraq, bénéficieront de privilèges et immunités équivalents à ceux dont bénéficie l'Organisation des Nations Unies [...] ».

⁸¹⁵ Résolution du Conseil de sécurité n° 1546/04 du 8 juin 2004 : « 27. Décide en outre que les dispositions du paragraphe 22 de la résolution 1483 (2003) resteront d'application, si ce n'est que les privilèges et immunités visés dans ce paragraphe ne seront pas applicables à des jugements définitifs découlant d'obligations contractées par l'Iraq après le 30 juin 2004 ».

avoirs de la banque centrale⁸¹⁶. Plus généralement, l'Assemblée générale appelait en 2011 à une résolution de la dette⁸¹⁷ et en 2012, les « *Principes directeurs relatifs à la dette extérieure et aux droits de l'homme* » étaient présentés au Conseil des droits de l'homme⁸¹⁸.

C. Le rôle de la CNUCED

Les principes développés par la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement ne constituent pas une incursion nouvelle dans le monde de la dette. En 1964, la CNUCED avait déjà travaillé sur des propositions d'allègement, de lignes directrices sur la restructuration et de réformes du système monétaire international et de la finance du développement⁸¹⁹. Elle prend les devants au sein du système des Nations Unies sur l'analyse et l'assistance technique. Elle est chargée de fournir un soutien technique au Bureau du Comité *ad hoc* pour un cadre juridique multilatéral des processus de restructuration de la dette souveraine⁸²⁰, établi par l'Assemblée générale des Nations Unies.

Dès mai 1976, la quatrième conférence a chargé le secrétaire général de convoquer un nouveau groupe intergouvernemental d'experts de la dette et des problèmes de développement pour faire avancer le travail initié du code de bonnes pratiques. La première initiative recensée date de 1977, lorsque la CNUCED a appelé à l'établissement de principes explicites de rééchelonnement de la dette⁸²¹. En 1980, le

⁸¹⁶ Rodrigo OLIVARES-CAMINAL, « Statutory Sovereign Debt Resolution Mechanisms », in *Sovereign Debt Management*, ed. by Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 333-358.

⁸¹⁷ Assemblée générale des Nations Unies, Résolution 65/144 sur la soutenabilité de la dette extérieure et le développement: « *Demande également que des mécanismes de réaménagement de la dette souveraine et de règlement de la dette plus performants, fondés sur les cadres et principes existants, soient examinés dans le cadre d'un processus associant largement créanciers et débiteurs, assurant un traitement comparable de tous les créanciers et faisant une place importante aux institutions de Bretton Woods et aux autres organismes compétents du système des Nations Unies et, à cet égard, demande à tous les pays de participer aux discussions qui se tiennent à l'Organisation des Nations Unies et dans d'autres instances appropriées sur la nécessité et la faisabilité d'un cadre de coopération internationale plus structuré dans ce domaine.* »

⁸¹⁸ Assemblée générale des Nations Unies, Rapport de l'expert indépendant chargé d'examiner les effets de la dette extérieure et des obligations financières internationales connexes des États sur le plein exercice de tous les droits de l'homme, en particulier des droits économiques, sociaux et culturels, Cephias Lumina, « Principes directeurs relatifs à la dette extérieure et aux droits de l'homme », A/HRC/20/23, 10 avril 2012.

⁸¹⁹ UNCTAD, *The History of UNCTAD: 1964-1984*, New York, United Nations, 1985, pp. 75-99.

⁸²⁰ Bureau of the Ad Hoc Committee on a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes.

⁸²¹ UNCTAD, « Selected Issues Relating to the Establishment of Common Norms in Future Debt Reorganizations », Geneva, UN Conference on Trade and Development, 1977, TD/AC 2/9.

Conseil du commerce et du développement de la CNUCED a approuvé un ensemble de « *Caractéristiques détaillées pour les opérations futures relatives aux problèmes de la dette des pays en développement intéressés* »⁸²² qui affirment la nécessité de trouver un moyen pour régler les difficultés liées au service de la dette⁸²³. En 1986, le rapport de la CNUCED inclut une proposition détaillée pour établir une procédure de restructuration de la dette souveraine fondée sur le chapitre 11 de la loi sur les faillites des États-Unis⁸²⁴. Les rapports annuels sur le commerce et le développement reviennent régulièrement sur la nécessité d'une procédure, notamment en 1998⁸²⁵, 2001⁸²⁶, 2009⁸²⁷ et 2014⁸²⁸.

L'existence de règles nationales destinées à gérer la dette souveraine ne résout pas deux caractéristiques fondamentales de la finance moderne. D'abord parce qu'il s'agit de dette souveraine, les États utilisent leur souveraineté pour gérer ce problème. Ensuite parce que les crises de la dette ont des implications globales et profondes sur la croissance économique et la stabilité financière : les règles nationales auront donc un impact international. Les crises de la dette amènent à prendre des décisions nationales aux implications internationales. De tels problèmes financiers globalisés ne peuvent être traités par des stratégies unilatérales, mais doivent impliquer des actions coordonnées et

⁸²² « Detailed Features for Future Operations Relating to the Debt Problems of Interested Developing Countries », voir Marilyn J. SEIBER, *International Borrowing by Developing Countries*, New York, Pergamon Press, 1982, 1st Edition, pp. 165-167.

⁸²³ Il est souligné que « *finding a means through which debt-servicing difficulty could be avoided was one of the most important tasks facing the international community [...] In the multilateral forum agreed upon by the debtor and creditors, the Chairman would conduct the debt operation in a fair impartial manner, in accordance with the agreed objectives, so as to lead to equitable results in the context of international economic cooperation.* ».

⁸²⁴ UNCTAD, « Trade and Development Report », New York, United Nations Conference on Trade and Development, 1986, pp. 119-146.

⁸²⁵ UNCTAD, « Trade and Development Report. Financial Instability. Growth in Africa », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 1998, pp. 83-107.

⁸²⁶ UNCTAD, « Trade and Development Report. Global Trends and Prospects, Financial Architecture », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2001, pp. 61-76 : « *One way out of this dilemma would be recourse to the principles of orderly debt workouts.* ».

⁸²⁷ UNCTAD, « Trade and Development Report. Responding to the Global Crisis. Climate Change Mitigation », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2009, pp. 113-129 : « *In view of the potential impact of the global financial and economic crisis on developing countries, a multilaterally agreed mechanism for a temporary standstill on debt repayments would greatly help orderly debt workouts.* ».

⁸²⁸ UNCTAD, « Trade and Development Report. Global Governance and Policy Space for Development », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2014, pp.3-4 : « *Establishing a multilateral structure for dealing with sovereign debt restructuring that would take into consideration general interests, and not just the private ones – a proposal made by UNCTAD two decades ago – appears more pertinent and urgent than ever.* ».

généralisées. C'est dans ce cadre que le droit international retrouve tout son sens⁸²⁹. C'était le diagnostic juridique et institutionnel auquel est parvenue la CNUCED en 2009 lorsqu'elle a lancé l'initiative de promotion de l'emprunt et des prêts souverains responsables (« *Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing* »)⁸³⁰.

La CNUCED n'a pas soumis de texte préalable mais a instauré un forum de discussions entre les parties prenantes afin qu'elles élaborent un texte. Cette liberté renforce la légitimité de la démarche qui cherche à établir un ensemble unifié de principes directeurs qui soient à la fois équilibrés dans leur conception et largement approuvés. Plus symétriques dans leur conception, les principes visant à promouvoir les prêts et les emprunts souverains responsables publiés par la CNUCED en 2012 ont reçu un accueil limité des participants du marché des capitaux privés. Ils souhaitent combler le vide institutionnel et juridique actuel, constitué par un mécanisme *ad hoc* d'arrangements ponctuels. En identifiant des normes communes applicables aux parties prenantes, l'objectif est de promouvoir la coresponsabilité des prêteurs et des emprunteurs à une échelle internationale. Pour ce faire, le groupe d'experts a systématisé les pratiques en matière de dette souveraine afin de proposer un cadre normatif unifié. Ces principes servent de point de départ d'un débat sur le financement souverain responsable. Il ne s'agit pas d'imposer une législation, mais d'approfondir des pratiques afin qu'elles deviennent des principes généraux ayant un impact concret sur le comportement des emprunteurs et des créanciers. Ils systématisent et généralisent de manière cohérente les meilleures pratiques en droit international du financement souverain. Ils proposent une approche holistique de la régulation de la dette. Ils peuvent être utilisés dans le contentieux mais aussi dans des négociations.

Ils reprennent les règles existantes en droit international relatives au problème de la dette, tout en intégrant les expériences récentes. Rédigés dans l'esprit d'un code de bonne conduite pour les débiteurs et les créanciers, ils sont larges quant à la nature de la dette et des problèmes économiques à l'origine d'une demande de rééchelonnement des paiements. Ils reflètent les meilleures pratiques ainsi que celles basiques existant

⁸²⁹ Juan Pablo BOHOSLAVSKY, Yuefen LI, « UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Financing », in *Sovereign Debt Management*, ed. by Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 443-461.

⁸³⁰ L'objectif de ces principes était de « combler une lacune importante en matière de financements souverains internationaux - l'inexistence d'un ensemble de principes essentiels, globalement acceptés, pour tous types de contractations de dettes souveraines. »

nationalement dans les domaines financier, constitutionnel, administratif, tout comme le droit des contrats et de la liquidation. Le préambule rappelle leur subsidiarité par rapport aux règles pouvant exister au niveau national⁸³¹. Ils sont destinés à être appliqués aux niveaux national et international à tous les États et à leurs prêteurs, qu'ils soient bilatéraux, multilatéraux ou privés. La prévention des crises des dettes souveraines doit débiter avant la contractualisation de cette dernière, c'est pourquoi les principes proposent des règles applicables *ex ante*, mais toujours dans le domaine de la *soft law*⁸³².

Les pratiques dégagées sont vastes : responsabilité partagée, transparence, suivi de la dette, audit préalable, obligation de vigilance. Cinq principes reviennent constamment : la légitimité, l'impartialité, la transparence, la bonne foi et la durabilité. Comme la plupart des systèmes juridiques y font référence, les principes ne créent rien de nouveau. Les changements juridiques sont d'ailleurs exceptionnellement issus d'une création originale et résultent majoritairement d'une imitation⁸³³. Ainsi, mimer la règle de faillite ou mimer la règle du prêteur en dernier ressort sont les aspects qui ont retenu le plus l'attention, mais les principes vont plus loin dans l'exploration des possibilités juridiques.

Ils systématisent des principes de base et les meilleures pratiques appliquées à l'octroi de prêts et à la souscription d'emprunts souverains, tout en analysant les implications de ces standards. Ils font par ailleurs référence aux meilleures pratiques, notamment en suggérant l'instauration d'un bureau de gestion de la dette (Principe 13), ou en reconnaissant le rôle actif de la branche législative pour l'emprunt souverain (Principe 1)⁸³⁴.

⁸³¹ Selon le préambule : « *La contribution normative de ces principes ne repose pas sur la création de nouveaux droits ou obligations relevant du droit international, mais sur la définition des principes de base et des meilleures pratiques appliqués aux financements souverains et sur l'anticipation des conséquences de ces normes et pratiques pour les prêteurs comme pour les emprunteurs à l'échelle internationale. Cet ensemble de principes devrait s'appliquer sans préjudice par rapport à d'autres règles internationales concernant les actions des prêteurs et des emprunteurs.* ».

⁸³² Georges ABI-SAAB, « Éloge du "droit assourdi" : quelques réflexions sur le rôle de la Soft Law en droit international contemporain », in *Nouveaux itinéraires en droit : hommage à François Rigaux*, Bruxelles, Bruylant, 1993, pp. pp. 59-68.

⁸³³ BOURICHE, *op.cit.*, *Les instruments de solidarité en droit international public*, Connaissances et savoirs, pp. 235-266.

⁸³⁴ Juan Pablo BOHOSLAVSKY, Carlos ESPOSITO, « Principles Matter. The Legal Status of the Principles on Responsible Sovereign Financing », in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, ed. by Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 73-86.

Ces derniers se retrouvent partiellement dans les principes fondamentaux des opérations de restructuration de la dette souverain adoptés par l'Assemblée générale des Nations Unies le 11 septembre 2015. Le tableau suivant présente les principes CNUCED, tandis qu'en annexe se trouvent les principes adoptés par l'ONU dont la consultation permet de dégager les récurrences limitées⁸³⁵.

⁸³⁵ Voir l'annexe 5.

Principes pour l'octroi de prêts et la souscription d'emprunts souverains responsables, CNUCED, 2012

RESPONSABILITE DES PRETEURS		
PRINCIPE 1. RELATION D'AGENCE	« Les prêteurs devraient reconnaître que les représentants du gouvernement qui participent à des opérations de prêts ou d'emprunts souverains sont responsables de la protection de l'intérêt public (vis-à-vis de l'État et des citoyens de ce dernier pour lesquels ils agissent en tant qu'agents). »	Corruption d'agent international => Toute tentative d'un prêteur de suborner un représentant du gouvernement pour qu'il manque à cette obligation constitue un acte illicite (ex : pots de vin ou corruption)
PRINCIPE 2. DECISIONS ECLAIREES	« Les prêteurs ont la responsabilité de fournir des informations à leurs clients souverains afin qu'ils aident les emprunteurs à prendre des décisions de crédit en toute connaissance de cause. »	Transparence et échange d'information
PRINCIPE 3. AUTORISATION EN BONNE ET DUE FORME	« Les prêteurs ont la responsabilité de déterminer, au mieux de leurs capacités, si le financement a été dûment autorisé et si les accords de crédit qui en découlent sont valables et applicables conformément aux lois de la juridiction de l'État emprunteur. »	Due diligence
PRINCIPE 4. DECISIONS DE CREDIT RESPONSABLES	« Il incombe au prêteur de faire une évaluation réaliste des capacités de l'État emprunteur à supporter le service d'un prêt en s'appuyant sur les meilleures informations utiles et en suivant les règles techniques établies de vigilance et de comptabilité nationale. »	en accord avec le Système des Comptes Nationaux adoptés par la Commission Statistique des Nations Unies
PRINCIPE 5. FINANCEMENT DE PROJET	« Les prêteurs qui financent un projet dans le pays débiteur ont la responsabilité faire leur propre enquête préalable et, lorsqu'applicable, une surveillance post-décaissement, sur les incidences probables du projet, notamment sur ses implications financières, opérationnelles, civiles, sociales, culturelles et environnementales. Cette responsabilité devrait être proportionnelle à l'expertise technique du prêteur et au montant des prêts. »	Monitoring : surveillance post-décaissement de l'utilisation des fonds du prêt
PRINCIPE 6. COOPERATION INTERNATIONALE	« Tous les prêteurs ont l'obligation de respecter les sanctions des Nations Unies à l'égard d'un régime gouvernemental. »	Lien avec
PRINCIPE 7. RESTRUCTURATION DE LA DETTE	« Lorsqu'un État est manifestement dans l'incapacité d'assurer le service de sa dette, tous les prêteurs ont la responsabilité de se comporter de bonne foi et avec un esprit coopératif pour arriver à un réaménagement de ces obligations. Les créanciers devraient chercher une résolution du problème rapide et ordonnée. »	discussions de bonne foi : « Un créancier qui acquiert un instrument d'endettement d'un État surendetté dans l'intention de le forcer à un règlement préférentiel de ses créances, en dehors d'un processus de réaménagement consensuel commet un acte abusif. »

RESPONSABILITE DES EMPRUNTEURS SOUVERAINS		
PRINCIPE 8. RELATION D'AGENCE	« Les gouvernements sont des agents de l'État et, en tant que tels, lorsqu'ils contractent une obligation de dette, ils ont la responsabilité de protéger des intérêts de leurs citoyens. Lorsqu'applicable, les emprunteurs devraient aussi considérer la responsabilité des agents des prêteurs vis-à-vis de leurs organisations. »	« Ce statut fiduciaire rend illicite toute forme de négociation à titre personnel ou de détournement de fonds de la part des représentants du gouvernement impliqués dans l'emprunt. Ce sont les lois nationales ainsi que les conventions internationales et régionales contre la corruption qui sont pertinentes dans l'évaluation de la légalité de ce comportement. » => code de déontologie
PRINCIPE 9. ACCORDS CONTRAIGNANTS	« Un contrat de dette souveraine est une obligation contraignante qui devrait être honorée. Des circonstances exceptionnelles peuvent néanmoins surgir. Un état de nécessité financière peut empêcher le remboursement intégral et/ou en temps et en heure de l'emprunteur. De plus, une autorité judiciaire compétente peut décider que certaines circonstances pouvant constituer des motifs de défense juridiques sont apparues. Lorsque dues à un état de nécessité financière de l'emprunteur, des modifications aux conditions contractuelles d'origine sont inévitables, les principes 7 et 15 devraient être appliqués. »	Pacta sunt servanda état de nécessité
PRINCIPE 10. TRANSPARENCE	« Le processus d'obtention du financement, puis le respect des obligations et des engagements engendrés par la dette souveraine devraient être transparents. Les gouvernements ont la responsabilité de mettre en place un cadre légal compréhensif définissant clairement les autorités, les procédures et responsabilités. En particulier, ils devraient mettre en place des dispositions pour veiller à ce que les emprunts officiels et autres formes de financement, y compris les garanties apportées par les entités liées à l'État, soient dûment approuvés et contrôlés. »	Accountability : « la fixation de plafonds d'endettement spécifiés par la législation, un contrôle des finances publiques par le Parlement, la possibilité d'effectuer des vérifications d'opérations spécifiques post-décaissement ou tout autre type d'intervention parlementaire » Transparence à tous les niveaux et règles comptables respectées
PRINCIPE 11. MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS	« Les termes et conditions pertinents d'un accord financier devraient être publiés par l'emprunteur souverain, être universellement disponibles et librement et rapidement accessibles par des moyens en ligne à toutes les parties prenantes, y compris les citoyens. Les États débiteurs ont la responsabilité de publier des informations complètes et exactes sur leur situation économique et financière en conformité avec les normes de présentation des finances publiques et en relation avec leur situation d'endettement. Les gouvernements devraient répondre	les termes importants (financiers et juridiques) d'une émission de titres d'emprunt d'État devraient pour le moins être publiés et publiquement disponibles dans la (les) langue(s) officielles du pays informations suivantes : i) des données budgétaires exactes et opportunes ; ii) le niveau et la composition de la dette souveraine intérieure et extérieure en indiquant l'échéance, la devise, les formes d'indexation et les conventions ;

	<i>ouvertement à toute requête d'information venant des parties concernées. Les restrictions légales s'appliquant à la publication d'information devraient s'appuyer sur l'intérêt public évident et être utilisées raisonnablement. »</i>	iii) les comptes des opérations avec l'étranger ; iv) l'utilisation d'instruments dérivés ainsi que leur valeur actuelle; v) les tableaux d'amortissement; vi) et les détails de toute sorte des garanties souveraines implicites et explicites. Les États emprunteurs peuvent souhaiter envisager de publier ces informations à la lumière de normes internationales comme la Norme Spéciale de Diffusion des Données du FMI.
PRINCIPE 12. FINANCEMENT DE PROJET	<i>« Dans le contexte de financement de projet, les États emprunteurs ont la responsabilité de conduire une enquête approfondie en amont du financement sur les implications financières, opérationnelles, sociales, culturelles et environnementales du projet et de son financement. Les emprunteurs devraient rendre public les résultats des études d'évaluation du projet. »</i>	
PRINCIPE 13. GESTION ET SURVEILLANCE ADEQUATE	<i>« Les États débiteurs devraient élaborer et mettre en œuvre une stratégie de gestion et de viabilité de la dette, et veiller à ce que la gestion de la dette soit adéquate. Les pays débiteurs ont la responsabilité de mettre en place des systèmes de surveillance efficaces, qui incluent les obligations contingentes, y compris au niveau sous-national. Le pays débiteur devrait effectuer des audits indépendants, objectifs, professionnels, périodiques et opportuns de leur portefeuille de dettes pour évaluer quantitativement et qualitativement les obligations récemment contractées. Les résultats de ces inspections devraient être publiés pour assurer la transparence et le caractère responsable de la gestion de la dette. Les audits devraient aussi avoir lieu au niveau sous-national. »</i>	bureau de gestion de la dette devrait s'intéresser aux aspects de pré- et de post-décaissement de tout crédit qui engagera l'État ou les entités intervenant pour son compte
PRINCIPE 14. EVITER LES INCIDENCES DU SURENDETTEMENT	<i>« Les gouvernements ont la responsabilité de peser les coûts et avantages avant de contracter un prêt souverain. Ils devraient emprunter si cet emprunt permet un investissement public ou privé supplémentaire, avec des perspectives de rentabilité sociale au moins égales au taux d'intérêt probable. »</i>	
PRINCIPE 15. RESTRUCTURATION	<i>« Si une restructuration des engagements de dette souveraine devenait inévitable, elle devrait être entreprise promptement, efficacement et équitablement. »</i>	Des clauses d'action collective peuvent faciliter la restructuration de la dette souveraine : recommandé de les inclure dans les instruments de dette multipartites. <i>Comparable treatment</i>

Section 2. Une loi imparfaite de gestion de l'emprunt souverain

L'utilisation d'instruments de *soft law* en droit international financier est essentiel : les coûts sont moindres qu'un traité international, tout en permettant l'accès rapide à un accord par le biais contractuel. Le « droit souple » encourage la communauté internationale à résoudre des problèmes globaux alors même que certains États s'opposent à ces résolutions, tout en obligeant indirectement ces mêmes États à respecter ces instruments. En l'absence de mécanisme disciplinaire dans l'arène financière internationale, il est crucial que les créanciers et les emprunteurs souverains comprennent les avantages qu'ils ont à privilégier ces engagements de *soft law*. Il existe une loi imparfaite de la gestion de l'emprunt souverain (I.) qu'il convient à présent de sortir de l'ombre de l'informalité⁸³⁶ (II.).

I. La dé-formalisation du droit international

Prima facie, les principes relèvent de la *soft law* mais ont l'intention théorique d'être suffisamment persuasifs pour influencer l'interprétation, l'application et le développement d'autres règles de droit, afin de devenir de la *hard law* applicable internationalement. Cette politique de dé-formalisation du droit international⁸³⁷ est particulièrement utilisée dans le domaine financier. En consignant les pratiques de gestion de la dette *ex ante* et *ex post*, les principes prévoient un cadre et un régime de gestion de la dette globale qui vise à améliorer la stabilité financière. En mettant l'accent sur la diligence raisonnable et la transparence, les principes peuvent contribuer à la prévention des crises.

La plupart des principes énoncés par la CNUCED, appelés responsabilités, peuvent être considérés comme des principes généraux du droit. Le fondement juridique de ceux-ci est inscrit à l'Article 38 des Statuts de la Cour internationale de justice qui

⁸³⁶ Armin von BOGDANDY, Matthias GOLDMANN, « Die Restrukturierung von Staatsschulden als Ausübung internationaler öffentlicher Gewalt: Zur Möglichkeit der inkrementellen Entwicklung eines Staateninsolvenzrechts », *Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht*, 2013, 73, pp. 61-104 ; BOGDANDY, GOLDMANN, *op.cit.*, « Sovereign Debt Restructurings as Exercises of International Public Authority: Towards a Decentralized Sovereign Insolvency Law », in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, ed. by ESPOSITO, LI, and BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 39-70.

⁸³⁷ Jean D'ASPREMONT, « The Politics of Deformalization in International Law », *Goettingen Journal of International Law*, 2011, 3, pp. 503-550.

dispose que les sources primaires du droit international sont les conventions internationales, la coutume internationale et les principes généraux du droit ; les sources secondaires étant les décisions judiciaires et la doctrine⁸³⁸. Les conventions internationales n'offrent que peu de règles en termes de financement souverain.

Il existe néanmoins quelques règles indubitablement soutenues par le droit conventionnel. Les prêteurs et les emprunteurs ne peuvent violer les sanctions de l'ONU (Article 25 de la Charte de l'ONU⁸³⁹). De plus, la corruption en matière de financement souverain est illégale, la transparence et l'*accountability* sont obligatoires dans les contrats d'État (Article 9 et 34 de la Convention des Nations Unies contre la corruption⁸⁴⁰).

La coutume internationale est également laconique en ce qui concerne le domaine des financements d'État. La règle d'or *pacta sunt servanda* est souvent rappelée. Elle peut être limitée par la notion de nécessité fondée sur des circonstances politiques et économiques qui rendent impossibles le remboursement total ou partiel des dettes. Selon le Club de Paris, l'idée de parité entre les créanciers est équivalente à une règle, fondée sur le partage du fardeau de la dette selon lequel chaque créancier souverain applique une remise proportionnellement à son exposition à l'État débiteur, qui attend un allègement comparable du secteur privé. Ces éléments se retrouvent dans les Principes CNUCED 7, 9 et 15. Il est également possible de soutenir qu'une assistance financière violant ou incitant à une violation d'une norme de *jus cogens* est contraire au droit (Article 53, Convention de Vienne sur le droit des traités, 1969). Le lien entre le prêt et la violation du *jus cogens* est à examiner au cas par cas.

Si la CNUCED a cristallisé et systématisé des principes généraux, la question qui reste en suspens est de savoir dans quelle mesure ceux-ci sont déjà obligatoires. Il est délicat d'identifier l'instant précis où des instruments de droit interne sortent de la

⁸³⁸ Alain PELLET, « Article 38 », in *The Statute of the International Court of Justice : a Commentary*, ed. by Christian TAMS, et al., Oxford, Oxford University Press, 2012, pp. 731-870.

⁸³⁹ Article 25 : « Les Membres de l'Organisation conviennent d'accepter et d'appliquer les décisions du Conseil de sécurité conformément à la présente Charte. ».

⁸⁴⁰ Article 9. Passation des marchés publics et gestion des finances publiques

Article 34. Conséquences d'actes de corruption : « *Compte dûment tenu des droits des tiers acquis de bonne foi, chaque État Partie prend, conformément aux principes fondamentaux de son droit interne, des mesures pour s'attaquer aux conséquences de la corruption. Dans cette perspective, les États Parties peuvent considérer la corruption comme un facteur pertinent dans une procédure judiciaire pour décider l'annulation ou la rescision d'un contrat, le retrait d'une concession ou de tout autre acte juridique analogue ou prendre toute autre mesure corrective.* ».

notion de *soft law* et deviennent des normes de droit international. Du point de vue de la pratique, les principes généraux sont établis quand les cours et les tribunaux les reconnaissent. D'un point de vue théorique, ils sont néanmoins préexistants à cette reconnaissance et fondent les décisions prises. Leur fragmentation et leur application ont été étudiées⁸⁴¹. L'interaction des différentes sources juridiques, avec la force de persuasion de la solidité économique et politique des principes, pourrait en effet renforcer leur degré global de normativité.

Dans la mesure où des principes communs se dégagent, on peut même parler de standards : les outils de gestion de la dette sont autant de techniques⁸⁴² permettant l'adaptation de solutions juridiques à l'évolution de la société⁸⁴³. Même si toute définition reste complexe en raison de la dimension empirique du standard⁸⁴⁴, cette *soft law* caractéristique du droit international de l'endettement reflète un engagement des parties. Si cet engagement peut être faible, il reflète néanmoins les prémisses d'un régime plus élaboré ou d'un consensus limité entre les régulateurs quant aux causes et non aux solutions : on peut y voir des « *negative covenants* ». Dans d'autres circonstances, les actions spécifiques que les parties entendent mettre en œuvre sont identifiées par des « *affirmative covenants* ».

Même si ces accords ne sont pas obligatoires, leur solennité ou l'impact qu'ils ont pour les parties est tel qu'ils deviennent intrinsèquement essentiels. C'est particulièrement le cas dans l'hypothèse d'une sanction des prêteurs : la réputation de l'État sur le marché est importante ; pour que les coûts d'endettement n'augmentent pas, le respect des conditions de prêts est central afin que les institutions internationales continuent à apporter leur aide. L'équivalent onusien est la technique du « *name and shame* » particulièrement utilisée pour la question de la dette souveraine.

⁸⁴¹ Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, Juan Pablo BOHOSLAVSKY, *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, New York, Oxford University Press, 2013, 432p.

⁸⁴² « *Le standard est une technique de formulation de la règle de droit qui a pour effet une certaine indétermination de celle-ci. [II] vise à permettre la mesure de comportement et de situation en termes de normalité.* » in Stéphane RIALS, *Le juge administratif français et la technique du standard. Essai sur le traitement juridictionnel de l'idée de normalité*, Paris, LGDJ, 1980, 564p.

⁸⁴³ Yannick RADI, *La standardisation et le droit international. Contours d'une théorie dialectique de la formation du droit*, Bruxelles, Bruylant, 2013, 394 p.

⁸⁴⁴ « *Aujourd'hui encore, le standard demeure une notion que l'on redoute devoir définir tant elle est susceptible d'acceptions différentes. Ne fournissant pas de solution précise et fixe, le standard fait prédominer le fait sur le droit.* » in Céline BLOUD-REY, « Standard », in *Dictionnaire de la culture juridique*, ed. by Denis ALLAND and Stéphane RIALS, Paris, P.U.F., 2003, pp. 1439-1441.

Evidemment, une proposition qui repose sur de *soft law* est en soit incertaine : son succès dépend de l'engagement des participants. La mise en œuvre réussie des principes nécessite une implication générale pour affiner les principes, les interpréter ou les réviser afin de refléter le contexte économique et politique en évolution. Aucune des solutions de *hard law* ne peut assurer la mise en œuvre qui est visée ici. Un processus parallèle reposant sur une réflexion internationale est plus enclin à changer les comportements en matière d'emprunt et de prêt tout en visant des résultats pour le développement et la stabilité financière.

II. Sortir les principes généraux de l'informalité

Plusieurs stratégies peuvent être développées pour mettre en place les principes : geler la situation, créer des fondations pour leur institutionnalisation, construire des mesures durables pour leur mise en œuvre⁸⁴⁵. Chercher à négocier un traité formel fondé sur les principes est à la fois irréalisable et indésirable à l'heure actuelle. La négociation d'un traité et sa ratification prendraient trop de temps⁸⁴⁶. De plus, un traité international n'engage pas les opérateurs non étatiques, tels les créanciers privés. Il n'y a pas pour l'instant d'outil formel d'engagement qui soit disponible pour créer des obligations entre opérateurs publics et privés en droit international. Par ailleurs, une formalisation précoce peut affaiblir l'attraction des principes en déviant l'effort loin des informations et des pratiques organisationnelles, pour sanctionner des attitudes alors qu'en la matière, les tensions politiques sont fortes et le consensus sur ce qui constitue la conformité est seulement émergent.

La première stratégie est en œuvre depuis 2012 avec l'appui public de *stakeholders* stratégiques : des États, des groupes de la société civile, des opérateurs de marché. Cette étape ne modifie pas le caractère de *soft law* des principes. Elle permet de consolider et d'élargir l'appui. Sans un signal large, les principes risquent d'être dépeints comme inefficaces ou partisans. Une diversification des signataires renforce

⁸⁴⁵ Anna GELPERN, « Hard, Soft, and Embedded. Implementing Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing », in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, ed. by Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 347-382.

⁸⁴⁶ Voir par exemple la Convention de Vienne sur la succession d'États en matière de biens, archives et dettes d'État : les travaux ont commencé en 1967, la Convention a été adoptée le 7 avril 1978 et ouverte à la signature le lendemain. A ce jour, elle n'est pas entrée en vigueur. Voir la base de données des Nations Unies, Collection des Traités : <https://treaties.un.org>.

leur ambition et appelle à une régulation. Le processus de légalisation du droit financier international est initié⁸⁴⁷. Le ministère du développement international norvégien a conduit un audit des prêts de la Norvège envers les pays en développement en utilisant les principes⁸⁴⁸. Ils sont discutés au sein de l'Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques⁸⁴⁹. Ils ont même été repris dans une décision arbitrale⁸⁵⁰.

Le deuxième volet de la stratégie de mise en œuvre est d'utiliser le soutien, comme en témoignent les premiers avenants, pour commencer l'institutionnalisation. L'accent devrait être mis sur la conception des institutions pour fournir un processus réglementaire ouvert, responsable et mobiliser les groupes afin d'exiger la divulgation, le suivi et l'évaluation. Rendre l'information sur les prêts souverains et des emprunts accessibles au public devrait renforcer la responsabilité démocratique et la discipline de marché. La création d'institutions pour surveiller l'information et favoriser la concurrence peut aider à développer une expertise, consolider les bonnes pratiques, et créer les conditions d'une amélioration. Autrement dit, la mise en œuvre réussie des principes sous-entend une technologie pour diffuser des informations sur les prêts souverains. Elle implique des connaisseurs pour rassembler, diffuser et interpréter ces informations.

La réponse à la situation actuelle est forcément un instrument qui ne soit pas un traité international, qui ne résulte pas d'une coopération internationale suivant une procédure formelle et négocié par des acteurs diplomatiques traditionnels. En effet, « *la véritable institutionnalisation va apparaître avec des sujets techniques et restreints peu susceptibles de heurter la souveraineté des États. Autrement dit, moins l'idée est ambitieuse et plus il est permis d'accepter une forme achevée*

⁸⁴⁷ Douze États ont déjà approuvé les Principes, selon le site internet de la CNUCED.

⁸⁴⁸ UNCTAD News, « First debt audit based on UNCTAD principles », 20 August 2013.

⁸⁴⁹ UNCTAD, « UNCTAD Principles to be incorporated in auditing standards for sovereign debts - A major step forward », 21 June 2013 ; Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, Juan Pablo BOHOSLAVSKY, « Introduction: The Search for Common Principles », in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, ed. by Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 3-12.

⁸⁵⁰ *Ambiente Ufficio S.p.A. and others v Argentine Republic, ICSID Case No ARB/08/9 (formerly Giordano Alpi and others v Argentine Republic), dissenting opinion of Santiago Torres Bernárdez, 2 mai 2013.*

d'institutionnalisation »⁸⁵¹. La *soft law* peut parfois avoir des effets plus importants que la *hard law*⁸⁵² : il s'agit de voir quel instrument aura l'impact le plus pertinent.

La discussion continue au sein de forums existants, y compris le FMI, le Conseil de stabilité financière, la Banque des règlements internationaux et le Club de Paris – certains impliqués dans leur création continuent à explorer leur incorporation dans la surveillance et l'assistance technique. Les associations professionnelles pourraient en parallèle être consultées pour étudier les liens existants avec leurs mécanismes de meilleures pratiques. Les organismes nationaux de gestion de la dette peuvent être utilisés pour incorporer les principes dans leurs contrats de dette et les pratiques opérationnelles. La restructuration de la dette suit une procédure hiérarchique rodée très bien connue des États et des institutions qui y participent, ainsi que des entreprises financières impliquées dans le marché de la dette souveraine et des avocats.

Intégrer les principes dégagés de la pratique dans des termes qui guideront l'interprétation lors des négociations, qu'elles aient lieu au sein de forum ou lors d'arbitrage, offre une solution logique sans être systématique⁸⁵³. La doctrine et les expériences avec la *soft law* suggèrent que des mécanismes informels et non contraignants tels que les principes puissent améliorer la réglementation et la conformité dans certaines circonstances. Cependant, ils doivent être correctement conçus pour minimiser les risques d'erreur et l'illégitimité. L'objectif est d'obtenir une *legal compliance*. S'il est peu pertinent de transformer les principes en un traité, les intégrer aux préambules des contrats de dette peut faire avancer cette *compliance* par une convergence⁸⁵⁴. Il y a du potentiel pour de la *soft law* en matière de gestion des dettes souveraines. Les États adoptent et appliquent les accords de Bâle ou luttent contre le financement du terrorisme même si, ou justement parce que, rien ne les y oblige.

L'alternative actuelle à la *soft law* n'est pas un régime de type OMC, mais un vide juridique. Laisser des opérateurs privés non élus en charge de la régulation des

⁸⁵¹ SOREL, *op.cit.*, « L'institutionnalisation des relations internationales », in *Droit des organisations internationales*, ed. by LAGRANGE and SOREL, Paris, LGDJ, Lextenso éditions, 2013, pp. 11-34.

⁸⁵² Robert HOWSE, Ruti TEITEL, « Beyond Compliance: Rethinking Why International Law Really Matters », *Global Policy*, 2010, 1, pp. 127-136.

⁸⁵³ Même si des accords de *soft law* sont mis en place entre des parties, promues par l'informalité des règles, les effets d'asymétrie risquent d'endommager la durabilité de ces accords informels. De même, les principes *ex ante* peuvent être irréalisables *ex post*.

⁸⁵⁴ La rédaction des contrats de financement types des banques de développement évolue déjà en tenant compte des conduites en vigueur sur les marchés.

risques entraîne une capture de la réglementation qui peut porter atteinte à la démocratie et la capacité du gouvernement. Néanmoins, adopter les principes n'est pas suffisant : il faut qu'ils soient concrètement intégrés dans les instruments de dette, d'une manière progressive, à mesure qu'ils sont perfectionnés par les comités d'experts. Le paradoxe de la *soft law* réside dans sa légitimité : à long terme, les réformes doivent redevenir transparentes et être débattues. C'est pourquoi les travaux des institutions existantes sont à perfectionner.

On peut saluer l'adoption des principes fondamentaux des opérations de restructuration de la dette souveraine par l'Assemblée générale des Nations Unies en septembre 2015, tout en déplorant que, même si le débat a bien lieu, les instruments discutés sont difficiles à intégrer à des instruments de dette en raison de leur portée générale.

*

Le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines reste à réguler : c'est tout l'intérêt de la matière pour les chercheurs. Les constructions théoriques consistantes et en accord avec les réalités empiriques de l'endettement souverain sont légion. Ce que nous défendons est l'utilisation de principes tels que la *due diligence*, la bonne foi et la transparence en tant que standards du droit international économique de l'endettement souverain.

Le présent plaidoyer pour l'intervention des États et plus de régulation vise à réintégrer la dimension politique. Un besoin de stabilité a été identifié, des règles claires sont attendues, mais la mise en place tarde sur le plan politique. Le mécanisme de restructuration de la dette souveraine proposé par le FMI n'a pas vu le jour, mais ce n'est pas parce qu'il n'est pas indispensable. À présent, l'évolution des mécanismes *ad hoc* est marquée par deux dynamiques : une dimension institutionnelle doublée d'une dimension normative. Parallèlement, les intérêts défendus par chaque groupe d'États semblent opposer par débats interposés les institutions financières internationales et l'Assemblée générale des Nations Unies sur le thème des dettes souveraines.

Néanmoins, la notion de système que nous défendons ne peut advenir que par l'intermédiaire de l'action de l'État⁸⁵⁵. L'État agit, peut agir et proposer un modèle de régulation sous la forme de clauses à intégrer. Le droit suit l'économie mais à une époque où l'économie dirige tout, il faut un plaidoyer pour faire preuve de courage politique⁸⁵⁶. Le problème le plus important n'est pas technique mais politique. Le système actuel de gouvernance globale est inadéquat en raison des manques de normes et de conformité. On peut y ajouter le manque de cohérence des politiques et de l'action entre les différents domaines de gouvernance et les diverses institutions, ainsi qu'un déficit des ressources nécessaires investis pour accomplir les objectifs.

⁸⁵⁵ Cette action de l'État peut être modélisée sous forme de bataille navale, comme le présente l'annexe 6.

⁸⁵⁶ « Il s'agit en somme d'interroger le cas d'une société qui depuis plus d'un siècle se fustige bruyamment de son hypocrisie, parle avec prolixité de son propre silence, s'acharne à détailler ce qu'elle ne dit pas, dénonce les pouvoirs qu'elle exerce et promet de se libérer des lois qui l'ont fait fonctionner ». Foucault, *La volonté de savoir*, 1976, p. 16.

CONCLUSION DU TITRE II

La dérégulation financière dans un monde d'innovation financière, la composition changeante de la dette souveraine d'emprunts syndiqués à des obligations, l'interconnexion de la finance et les communications modernes, en dépit de leurs bénéfices et opportunités, ont fourni un terrain fertile pour des risques excessifs à l'origine d'une volatilité financière augmentée sur les marchés, avec les pertes économiques et sociales qu'ils impliquent. Les pertes enregistrées depuis la crise des dettes souveraines sont seulement des défis à court terme pour la gouvernance globale.

L'échec du mécanisme proposé par le FMI sert de leçon, et même si les clauses d'action collective sont utiles, elles ne peuvent être un substitut à un mécanisme de règlement de la dette. Les décisions de tribunaux en la matière sont limitées, mélangées et parfois contradictoires⁸⁵⁷.

Jusqu'à présent, les efforts pour incorporer des règles de droit international dans le fonctionnement de l'endettement souverain se sont réalisés de manière *ad hoc*, sous la pression de régulateurs nationaux. Mais aucun contrat ne renvoie au respect du droit international applicable. Le rôle des tribunaux nationaux, plus encore que celui de l'arbitrage, est donc d'étendre l'*accountability* de ces produits d'endettement. L'intégration de ces standards influencera la conduite des acteurs.

Une proposition crédible doit diagnostiquer les problèmes les plus pressants, offrir des outils pour résoudre ces problèmes et expliquer dans quelle mesure ces outils vont améliorer le *statu quo*. C'est ce qui est défendu par l'intégration dans les contrats de dette souveraine de clauses fondée sur les principes de la CNUCED.

⁸⁵⁷ WAIBEL, *op.cit.*, *Sovereign Defaults Before International Courts and Tribunals*, New York, Cambridge University Press, pp.

CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE

Cette deuxième partie s'attache à démontrer le rôle croissant du secteur public dans la gestion des dettes souveraines suite à la crise de 2008. En raison des instruments juridiques qui relèvent principalement du droit privé, la restructuration de la dette s'effectue au sein de clubs informels. Lors de négociations directes entre créanciers et emprunteurs souverains, les offres d'échanges sont actées sous la forme d'une modification du contrat initial. Cependant, pour que la restructuration soit efficace, tous les créanciers concernés doivent s'impliquer. Ce n'est pas le cas des fonds vautours qui privilégient le recours aux tribunaux en se fondant sur les dispositions contractuelles pour récupérer leur créance. Pour éviter que de futurs créanciers récalcitrants ne détériorent toute tentative de négociation, des clauses d'action collective ont été intégrées dans les contrats obligataires. Ces clauses sont devenues obligatoires dans les titres européens. Elles constituent la première réponse juridique à la crise des dettes souveraines.

Pour apporter des outils juridiques à la gestion de l'endettement des États, le Fonds monétaire international et la Banque mondiale ont soutenu les volontés de réforme – notamment l'introduction des clauses d'action collective – et ont mis en avant les bénéfices qu'apporterait un système résistant aux crises financières internationales. Les initiatives PPTE et IADM développées depuis le milieu des années 1990, le mécanisme de restructuration de la dette souveraine proposé dès 2001 par le FMI, ainsi que les cadres d'évaluation communs sont autant d'instruments juridiques répondant à la problématique de l'endettement souverain au niveau international. Ils existent mais nécessitent d'être mis en œuvre.

Parvenir à une gestion globale implique que l'impératif de gestion de l'endettement souverain s'ouvre à plus de coopération, un partage de bonnes pratiques, une comptabilité transparente et des règles appliquées par tous. Au sein de la zone euro,

un cadre de résolution européen des crises s'organise : un droit économique européen de l'endettement souverain se met en place, auquel répond progressivement un droit à l'échelle internationale.

CONCLUSION GENERALE

Le point de départ de cette thèse était notre questionnement autour de l'absence de cadre juridique pour gérer les dettes souveraines. Nous avons constaté que la problématique de l'endettement des États est loin d'être nouvelle : la dette reste le talon d'Achille du capitalisme qui est composé d'excès spectaculaires d'endettement, de faillites et de restructurations ; l'histoire du financement souverain est indéniablement marquée par des crises, des échecs, des défauts⁸⁵⁸.

Notre hypothèse initiale reposait sur la démonstration de l'existence d'un cadre juridique. Dans une première partie, c'est la structure de l'endettement des États que nous avons étudiée. En tant que sujet de droit international, l'État peut s'adresser à des créanciers bilatéraux ou multilatéraux pour emprunter sous la forme de protocoles financiers internationaux. Ce type d'endettement est devenu de plus en plus inaccoutumé au fur et à mesure que les banques commerciales ont pris le relais avec des contrats syndiqués de droit privé. Pour faire face à une demande toujours plus importante de capitaux, les marchés se sont rapidement révélés être les meilleurs intermédiaires entre emprunteurs souverains et investisseurs. Les titres obligataires qui y sont échangés sont exclusivement soumis au droit privé, mais conservent une ambivalence : ils sont situés entre contrat privé et souveraineté de l'État, comme le reflètent les clauses particulières utilisées.

La structure de l'endettement des États s'avère en l'espèce doublement privée : ce terme de privatisation renvoie autant au recours du droit privé qu'au transfert de la gestion au secteur privé. Alors qu'il s'agit d'un pouvoir originellement étatique, les instruments juridiques et les opérateurs sont presque exclusivement dominés par le droit privé. C'est cette particularité qui empêche tout régime juridique global. A la fin de cette première partie, nous avons démontré dans quelle mesure cette double privatisation de l'endettement souverain est un facteur de renforcement des crises.

⁸⁵⁸ Ernst-Moritz LIPP, « Why the Debt Crisis Led to a Systemic Crisis and How to Escape from it », in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, ed. by Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 35-39.

La deuxième partie, consacrée aux réponses apportées à ces crises, met en avant les tentatives et les solutions juridiques apportées par chaque acteur. Les clubs informels offrent un lieu privilégié pour les négociations dans le cadre d'une restructuration. En cas de contentieux, les investisseurs se fondent sur les dispositions contractuelles des titres détenus et recourent à l'arbitrage, avec les succès mitigés qu'obtiennent les fonds voutours. Internationalement, la Banque mondiale et le FMI développent des outils pour gérer de manière globale les niveaux de dette et proposer des solutions internationales d'encadrement des pratiques. C'est à partir de cet ensemble que se dégage ce que l'on peut désigner le droit international économique de l'endettement souverain.

Ce qui est frappant est qu'aucun changement significatif n'a eu lieu depuis plus d'une décennie. Actuellement, le *statu quo* repose sur le contraste saisissant entre la manière internationalement intégrée selon laquelle le financement souverain fonctionne et la manière exclusivement nationale dont les différends sont appréhendés. On pouvait s'attendre à ce que la crise ou *Krise* devienne un tournant ; étymologiquement elle renvoie à un *Wendepunkt* qui reste finalement cantonné à l'effet d'annonce. Même si nous constatons des évolutions de la régulation, qui continuent à être mises en place, celles-ci sont encore insuffisantes. Aucune solution originale plus ou moins adaptée aux circonstances n'a vu le jour. Techniquement, on reprend inlassablement les anciens outils, les « manqués » juridiques, et on cherche à en faire émerger une nouvelle situation. L'Union européenne s'inspire de la conditionnalité du Fonds monétaire international. Les anciennes clauses d'action collective sont réactualisées pour être intégrées dans les contrats. Un mécanisme de restructuration de la dette souveraine abandonné par le FMI est actuellement sous une nouvelle forme débattu au sein de l'ONU.

Faire de la crise la pierre angulaire du droit international en appauvrit les principes fondamentaux. En faisant de la crise le moteur de son développement, le droit international se transforme en moyen de justification de la situation existante. Prendre les crises comme cadre de référence condamne les internationalistes, selon l'image qu'en donne David Kennedy, à « *faire tourner notre discipline dans une roue de hamster* »⁸⁵⁹. Le droit international devient « *un droit de réglementation définissant les*

⁸⁵⁹ Traduction propre de la citation tirée de l'article de David KENNEDY, « When Renewal Repeats: Thinking against the Box Millenium Issue: Shaping the Parameters of International Law in the New Millennium », *New York University Journal of International Law and Politics*, 2000, 32, pp. 335-500.

comportements attendus des gouvernements pour satisfaire un bien commun universel »⁸⁶⁰. La seule issue possible est de recentrer le droit international sur les enjeux de justice structurelle qui sous-tendent le quotidien. Comment pourrait-on selon cette logique envisager le droit international vis-à-vis de l'endettement souverain ?

Depuis l'éclatement de la crise des dettes souveraines, on assiste à une évolution timide du paradigme de la dette souveraine vers plus de gouvernance, de démocratie, de droits de l'homme. La crise n'étant pas encore dépassée, l'ambition de réformes trouve de plus en plus de soutiens. Même si les remboursements sont toujours de mise, de nouvelles interactions entre les créanciers et les débiteurs s'organisent. On revient progressivement à l'idée originelle de l'article 14 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 :

« Tous les citoyens ont le droit de constater, par eux-mêmes ou par leurs représentants, la nécessité de la contribution publique, de la consentir librement, d'en suivre l'emploi et d'en déterminer la quotité, l'assiette, le recouvrement et la durée. »

Les questions importantes à l'heure actuelle auxquels il faut répondre peuvent être formulées comme suit : de quelle façon doivent être remboursés les prêts ? Quel intérêt défend-on en imposant un remboursement ? Les arguments éthiques et juridiques sont ouverts aux débats. Les premiers sont particulièrement intéressants si l'on considère que le concept moral de « faute » tire son origine de l'idée de « dette ». Le mot *Schuld* en allemand signifie d'ailleurs à la fois faute dans le sens de culpabilité et dette dans le sens d'obligation⁸⁶¹.

Alors que l'on peut juger un dirigeant pour les crimes commis contre sa population, on demande en même temps à cette même population de rembourser la dette contractée. Les créances actuelles pourraient être remboursées si le commerce mondial était florissant et que la charge de la dette pesait moins sur la balance des paiements. Les rapports d'experts débordent d'indications sur les conséquences économiques du

⁸⁶⁰ DUPUY, *op.cit.*, *La communauté internationale entre le mythe et l'histoire*, Paris, Economica, pp. 179-182.

⁸⁶¹ On peut se demander comment la souffrance peut constituer une compensation pour des « dettes » ? Voir Friedrich NIETZSCHE, *Zur Genealogie der Moral. Eine Streitschrift.*, Leipzig, Verlag von C. G. Neumann, 1887, 2^{ème} dissertation « „Schuld“, „schlechtes Gewissen“ und Verwandtes » : « *Le débiteur, pour inspirer confiance en sa promesse de remboursement, pour donner une garantie du sérieux, de la sainteté de sa promesse, pour graver dans sa propre conscience la nécessité du remboursement sous forme de devoir, d'obligation, s'engage, en vertu d'un contrat, auprès du créancier, pour le cas où il ne paierait pas, à l'indemniser par quelque chose d'autre qu'il 'possède'.* ».

paiement de ces dettes, notamment l'impact pour les contribuables européens du non-remboursement de la dette extérieure publique grecque. La question centrale est de savoir ce que l'on cherche à faire : comment souhaite-t-on gérer la dette souveraine ?

Le dilemme qui se pose doit être reformulé : il ne s'agit pas de savoir si l'endettement des États affecte leur souveraineté, mais de choisir à quelle entité ils souhaitent en céder une partie : les marchés financiers ou une structure créée selon le droit international public.

Aucun régime international de traitement des défauts souverains n'est en place ou susceptible d'être instauré. Il ne s'agit pas d'un manque de connaissances ou de techniques. Ce type de crises est récurrent depuis plusieurs siècles et les avantages des procédures de restructuration internationales ont été identifiés. Il n'y a évidemment pas de réponse simple ou universellement applicable aux problèmes posés par l'accumulation des dettes et aux montants du service de ces dettes ou aux balances des paiements en déficit permanent.

Mais en considérant que les crises des dettes souveraines sont souvent causées ou empiront à cause de crises de confiance et de retrait des capitaux, la légitimation internationale d'un moratoire serait utile tant aux débiteurs souverains qu'aux créanciers publics et privés. En effet, un MRDS pourrait rendre ce processus plus efficace pour toutes les parties concernées en définissant un ensemble de règles claires et des procédures⁸⁶². La résolution de telles crises est également une affaire compliquée s'étalant dans le temps, donc préjudiciable aux intérêts de tous, comme l'illustre la situation en Grèce.

L'analyse théorique, empirique et historique des interactions entre créanciers et débiteurs prouve qu'il existe une dimension politique intrinsèque au thème de la dette souveraine. Nous ne pouvons que constater qu'en matière de gestion de l'endettement souverain, il est impossible de séparer la politique de la finance. Or il existe une préférence politique pour les mécanismes *ad hoc*. C'est pourquoi l'établissement d'un mécanisme global fait toujours défaut. La souplesse et l'informalité ne sont pas des problèmes en soi, mais ils le deviennent lorsqu'il n'y a plus de coopération.

⁸⁶² Eric HELLEINER, « The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism », *Contributions to Political Economy*, 2008, 27, pp. 91-113.

Il y a une tendance à l'expertise alors que la dette souveraine est un sujet éminemment interdisciplinaire. Avec l'analyse économique, les conséquences probables des décisions prises par les gouvernements et les régulateurs aux niveaux national et international peuvent être modélisées⁸⁶³. Jean Tirole, prix Nobel d'économie 2014 pour son « *analyse du pouvoir de marché et de la régulation* », soutient la création de structures de régulation supranationales. Il espère que la volonté politique ne faiblira pas lorsqu'il sera temps de réformer et renforcer les institutions pour empêcher une répétition de la situation actuelle⁸⁶⁴. Il pose la même question que les juristes, à savoir « *décider qui règle l'addition revient aussi à décider qui surveille* »⁸⁶⁵.

La science juridique suit la science économique⁸⁶⁶. Il est d'ailleurs « inutile de regretter que l'économique n'appartienne pas au monde de l'imaginaire et qu'il soit soumis à la sanction de la réalité »⁸⁶⁷. L'apport du juriste pourrait être positive et constructive en forgeant, à partir des problèmes, de nouvelles perspectives⁸⁶⁸. Les dettes sont aussi des constructions juridiques dont les effets dépendent du droit qui leur est applicable. Elles peuvent être remboursées selon les termes d'un contrat, ou rééchelonnées suite à une novation ou un changement contractuel. Elles peuvent être prescrites ou devenir infimes en raison de l'inflation⁸⁶⁹. Le pragmatisme du droit international économique fait prédominer la fonction de l'instrument sur sa forme. Pour le juriste, le droit comparé n'est pas un luxe mais une nécessité pour viser une régulation internationale.

⁸⁶³ BITTERMANN, *op.cit.*, *The Refunding of international debt*, Durham N.C., Duke University Press, pp. 212-243.

⁸⁶⁴ Jean TIROLE, « Lessons from the Crisis », in *Balancing the Banks. Global Lessons from the Financial Crisis*, ed. by Mathias DEWATRIPONT, Jean-Charles ROCHET, and Jean TIROLE, Princeton, Oxford, Princeton University Press, 2010, pp. 10-77.

⁸⁶⁵ TIROLE, « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 253-272.

⁸⁶⁶ Comme le rappelle Jean-Marc Sorel, « *le droit accompagne la réalité, il ne la précède guère. A rechercher une vaine perfection dans la société internationale, on en oublie que cette apparente 'imperfection' est aussi la marque d'un système juridique qu'il faut envisager différemment, comme un autre paradigme possible du droit, et non comme un droit inachevé dont l'aboutissement serait le modèle étatique.* ». SOREL, *op.cit.*, « Le droit international au début du XXIe siècle : un salutaire chaos permanent mêlant humanisme et réalisme », in *Regards d'une génération sur le Droit International*, ed. by JOUANNET, FABRI, and SOREL, Paris, Pedone, 2008, pp. 395-411.

⁸⁶⁷ MICHALET, *op.cit.*, « La dimension monétaire et financière du capitalisme mondial », in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, ed. by BLAISE, FOUCHARD, and KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 653-677.

⁸⁶⁸ Voir le projet de rédaction d'un mécanisme international de règlement de l'insolvabilité des Etats du CEDIN, dirigé par Mathias Audit.

⁸⁶⁹ Sir William BLAIR, « Odious Debt », in *Sovereign Debt Management*, ed. by Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 233-239.

Il n'est pas possible de se résigner à constater que la marge de manœuvre de l'État se résorbe à mesure que la soutenabilité des finances publiques se dégrade. Il est évident qu'en cas d'assistance financière, il ne reste plus rien de souverain à l'État. Mais on ne peut rester de marbre face au constat que les marchés auraient renversé le système : s'il est vrai que seule la sanction des marchés compte, et non la sanction juridique, il reste pourtant une marge de manœuvre. La confiance que cherchent ces investisseurs ne peut être garantie que par des règles suivies.

C'est pourquoi la présente thèse repose sur l'intégration de clauses fondées sur les principes CNUCED dans les contrats négociés afin de rétablir une part de souveraineté et assurer un cadre. Les sources des anomalies se retrouvent à la fois dans la rédaction des contrats et dans la gestion de crise. Si les contrats sont modifiés afin de prévoir une procédure à suivre en cas de crise, l'objectif est atteint : la souplesse est conservée, la coopération renforcée. Il convient d'enrayer l'absence de contrôle et le manque d'*accountability* juridique en raison de la profonde et irréversible influence de la structure de l'endettement sur les États.

De telles clauses s'insèrent dans l'esprit de la nouvelle gouvernance : elles seraient modulables dans le temps et conçues pour sécuriser les engagements des emprunteurs et des créanciers. Elles s'appliqueraient progressivement à un sous-ensemble d'instruments de dette. Cette *soft governance* aurait un effet de *hard law* si les règles sont respectées et suivies par les acteurs⁸⁷⁰. Les marchés pourraient continuer à exercer une surveillance, mais l'impulsion et l'esprit des règles reviendraient au secteur public. Le changement du rapport de l'État avec le marché transforme la représentation juridique des domaines public et privé, du droit et de la *soft law*⁸⁷¹.

⁸⁷⁰ Michel FOUCAULT, « Nietzsche, la généalogie, l'histoire », in *Hommage à Jean Hyppolite*, Paris, P.U.F., 1971, pp. 145-172 : « En elles-mêmes, les règles sont vides, violentes, non finalisées ; elles sont faites pour servir à ceci ou à cela ; elles peuvent être ployées au gré de tel ou tel. Le grand jeu de l'histoire, c'est à qui s'emparera des règles, qui prendra la place de ceux qui les utilisent, qui se déguisera pour les pervertir, les utiliser à contresens et les retourner contre ceux qui les avaient imposées ; qui, s'introduisant dans le complexe appareil, le fera fonctionner de telle sorte que les dominateurs se trouveront dominés par leurs propres règles. ».

⁸⁷¹ WATT, *op.cit.*, « Conclusion générale », in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, ed. by AUDIT, Paris, L.G.D.J., 2011, pp. 271-275.

ANNEXES

- 3.1 Annexe 1 : Évolution des titres de dette grecs entre 2012 et 2013
- 3.2 Annexe 2 : Coupon d'un des titres d'emprunt russe familial jamais remboursés
- 3.3 Annexe 3 : Coupon d'un des titres d'emprunt bulgare familial jamais remboursés
- 5.1 Annexe 4 : ICMA, Clause d'action collective standard proposée en août 2014
- 8.1 Annexe 5 : Comparaison des principes fondamentaux des opérations de restructuration de la dette souveraine adoptés par l'Assemblée générale des Nations Unies, 2015 et des principes pour l'octroi de prêts et la souscription d'emprunts souverains responsables, CNUCED, 2012
- 8.2 Annexe 6 : Le financement public international, une bataille perdue pour l'immunité de l'État (proposition personnelle)

Annexe 1 : Évolution des titres de dette grecs entre 2012 et 2013

Le premier titre est arrivé à maturité le 20 mars 2012. Il était soumis au droit grec et le paiement intervenait en Grèce. Aucune clause attributive de juridiction n'existait en faveur d'un juge étranger. Saisir une juridiction étrangère pour une action contre la Grèce est difficile. Pour les porteurs, l'adoption d'une décote ou d'un moratoire par une loi grecque sera considérée comme un « *events of default* ». Le Gouvernement grec n'a pas choisi cette voie pour les négociations en cours peut-être pour cette raison.

DES		Corp DES	
DESCRIPTION TITRE		Pg 1/ 1	
HELLENIC REPUBLI GGB 4.3 03/20/12 37.5350/40.4700 (*****/*****) BGN @17:52			
EMETTEUR		IDENTIFIANTS	
Nom HELLENIC REPUBLIC		Common 041354828	
Type Souverain		ISIN GR0110021236	
Marché Euro-Zone		BB Number EH7200148	
CARACTERISTIQUES		RATINGS	
Pays GR Devise EUR		Moody's Ca	
Collatéral Non garanti Sr		S&P CC	
Calcul (356)GREEK GOVT BNDS		Fitch CCC	
Maturité 3/20/2012 Série		Composite CC+	
NORMAL		TAILLE EMISSION	
Coupon 4.3 Fixe		Mnt émis/En circu.	
ANNUAL ACT/ACT		EUR 14,500,000.00 (M)/	
Date Annonce 2/10/09		EUR 14,435,000.00 (M)	
Dt Jouissance 2/17/09		Mnt.unit.min./Mtpl	
1er Règlement 2/17/09		1,000.00/ 1,000.00	
Date 1er Coupon 3/20/10		Nominal 1,000.00	
Px Emiss99.75700Reoffer 99.757		CHEF DE FILE/MARCHE	
SPR @ FPR 249.20 vs OBL 4 04/12		JOINT LEADS	
PROSPECTUS		Multiples	
		1) Infos annexes	
		2) ALLQ	
		3) Opérations sur titre	
		4) Ratings	
		5) Notes perso.	
		6) Clause/Défaillance	
		7) Identifiants	
		8) Frais/Restrictions	
		9) Prospectus	
		10) Infos sur titre	
		11) Parties impliquées	
		12) Infos sur émetteur	
		13) Sources de pricing	
		14) Titres apparentés	
		66) Env. en pce jointe	

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.
 SN 844374 CET GMT+1:00 G356-579-1 30-Jan-2012 17:56:51

Le second titre arrive à maturité en juin 2013. Il est émis en dollars et non en euros. La loi applicable est la loi anglaise et en cas de litige ce sont les tribunaux anglais qui pourront être saisis. La Grèce renonce à ses immunités souveraines. Le paiement se fait au Luxembourg. Par la clause *pari passu*, un avantage accordé à des porteurs d'une autre émission devra être étendu aux porteurs de cette émission en particulier.

DES

Corp **DES**

DESCRIPTION TITRE

Pg 1/ 1

HELLENIC REPUB GREECE4 $\frac{5}{8}$ 06/13 36.000/38.500 (117.23/107.13) BVAL

EMETTEUR		IDENTIFIANTS		1) Infos annexes 2) ALLQ 3) Opérations sur titre 4) Spreads CDS/Info RED 5) Ratings 6) Notes perso. 7) Clause/Défaillance 8) Identifiants 9) Frais/Restrictions 10) Prospectus 11) Infos sur titre 12) Parties impliquées 13) Infos sur émetteur 14) Sources de pricing 15) Titres apparentés 66) Env. en pce jointe
Nom HELLENIC REPUBLIC		Common 037238406		
Type Souverain		ISIN XS0372384064		
Marché Global		BB Number EH4279822		
CARACTERISTIQUES		RATINGS		
Pays GR	Devise USD	Moody's Ca		
Collatéral	Non garanti Sr	S&P CC		
Calcul (1)STREET CONVENTION		Fitch CCC		
Maturité 6/25/2013 Série		Composite CC+		
NORMAL		TAILLE EMISSION		
Coupon 4 $\frac{5}{8}$ Fixe		Mnt émis/En circu.		
ANNUAL ISMA-30/360		USD 1,500,000.00 (M)/		
Date Annonce 6/18/08		USD 1,500,000.00 (M)		
Dt Jouissance 6/25/08		Mnt.unit.min./Mtple		
1er Règlement 6/25/08		1,000.00/ 1,000.00		
Date 1er Coupon 6/25/09		Nominal 1,000.00		
Px Emiss99,87100Reoffer 99.871		CHEF DE FILE/MARCHE		
SPR @ FPR 98.85 vs T 3 $\frac{1}{2}$ 05/13		JOINT LEADS		
PROSPECTUS		Multiples		

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.
 SN 844374 CET GMT+1:00 G356-579-1 30-Jan-2012 17:58:36

Annexe 4 : ICMA, Clause d'action collective standard proposée en août 2014

STANDARD AGGREGATED COLLECTIVE ACTION CLAUSES ("CACs") FOR THE TERMS AND CONDITIONS OF SOVEREIGN NOTES

[•] MEETINGS OF NOTEHOLDERS; WRITTEN RESOLUTIONS

(a) Convening Meetings of Noteholders; Conduct of Meetings of Noteholders; Written Resolutions

(i) The Issuer may convene a meeting of the Noteholders at any time in respect of the Notes in accordance with the Bond Documentation. The Issuer will determine the time and place of the meeting. The Issuer will notify the Noteholders of the time, place and purpose of the meeting not less than 21 and not more than 45 days before the meeting.

(ii) The Issuer or the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] will convene a meeting of Noteholders if the holders of at least 10 per cent. in principal amount of the outstanding Notes (as defined in the Bond Documentation and described in paragraph (i) (*Notes controlled by the Issuer*)) have delivered a written request to the Issuer or the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] (with a copy to the Issuer) setting out the purpose of the meeting. The [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] will agree the time and place of the meeting with the Issuer promptly. The Issuer or the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative], as the case may be, will notify the Noteholders within 10 days of receipt of such written request of the time and place of the meeting, which shall take place not less than 21 and not more than 45 days after the date on which such notification is given.

(iii) The Issuer (with the agreement of the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative]) will set the procedures governing the conduct of any meeting in accordance with the Bond Documentation. If the Bond Documentation does not include such procedures, or additional procedures are required, the Issuer and the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] will agree such procedures as are customary in the market and in such a manner as to facilitate any multiple series aggregation, if in relation to a Reserved Matter the Issuer proposes any modification to the terms and conditions of, or action with respect to, two or more series of debt securities issued by it.

(iv) The notice convening any meeting will specify, *inter alia*;

(A) the date, time and location of the meeting;

(B) the agenda and the text of any Extraordinary Resolution to be proposed for adoption at the meeting;

(C) the record date for the meeting, which shall be no more than five business days before the date of the meeting;

(D) the documentation required to be produced by a Noteholder in order to be entitled to participate at the meeting or to appoint a proxy to act on the Noteholder's behalf at the meeting;

(E) any time deadline and procedures required by any relevant international and/or

domestic clearing systems or similar through which the Notes are traded and/or held by Noteholders;

(F) whether paragraph (b) (*Modification of this Series of Notes only*), or paragraph (c) (*Multiple Series Aggregation – Single limb voting*), or paragraph (d) (*Multiple Series Aggregation – Two limb voting*) shall apply and, if relevant, in relation to which other series of debt securities it applies;

(G) if the proposed modification or action relates to two or more series of debt securities issued by it and contemplates such series of debt securities being aggregated in more than one group of debt securities, a description of the proposed treatment of each such group of debt securities;

(H) such information that is required to be provided by the Issuer in accordance with paragraph (f) (*Information*);

(I) the identity of the Aggregation Agent and the Calculation Agent, if any, for any proposed modification or action to be voted on at the meeting, and the details of any applicable methodology referred to in paragraph (g) (*Claims Valuation*); and

(J) any additional procedures which may be necessary and, if applicable, the conditions under which a multiple series aggregation will be deemed to have been satisfied if it is approved as to some but not all of the affected series of debt securities.

(v) In addition, the [Fiscal Agency Agreement/Trust Deed/other bond documentation] contains provisions relating to Written Resolutions. All information to be provided pursuant to paragraph (a)(iv) (*Convening Meetings of Noteholders; Conduct of Meetings of Noteholders; Written Resolutions*) shall also be provided, *mutatis mutandis*, in respect of Written Resolutions.

(vi) A “record date” in relation to any proposed modification or action means the date fixed by the Issuer for determining the Noteholders and, in the case of a multiple series aggregation, the holders of debt securities of each other affected series that are entitled to vote on a Multiple Series Single Limb Extraordinary Resolution or a Multiple Series Two Limb Extraordinary Resolution, or to sign a Multiple Series Single Limb Written Resolution or a Multiple Series Two Limb Written Resolution.

(vii) An “Extraordinary Resolution” means any of a Single Series Extraordinary Resolution, a Multiple Series Single Limb Extraordinary Resolution and/or a Multiple Series Two Limb Extraordinary Resolution, as the case may be.

(viii) A “Written Resolution” means any of a Single Series Written Resolution, a Multiple Series Single Limb Written Resolution and/or a Multiple Series Two Limb Written Resolution, as the case may be.

(ix) Any reference to “debt securities” means any notes (including the Notes), bonds, debentures or other debt securities issued by the Issuer in one or more series with an original stated maturity of more than one year.

(x) “Debt Securities Capable of Aggregation” means those debt securities which include or incorporate by reference this Condition [•] (*Meetings of Noteholders; Written Resolutions*) and Condition [•] (*Aggregation Agent; Aggregation Procedures*) or provisions substantially

in these terms which provide for the debt securities which include such provisions to be capable of being aggregated for voting purposes with other series of debt securities.

(b) Modification of this Series of Notes only

(i) Any modification of any provision of, or any action in respect of, these Conditions or the Bond Documentation in respect of the Notes may be made or taken if approved by a Single Series Extraordinary Resolution or a Single Series Written Resolution as set out below.

(ii) A “Single Series Extraordinary Resolution” means a resolution passed at a meeting of Noteholders duly convened and held in accordance with the procedures prescribed by the Issuer and the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] pursuant to paragraph (a) (*Convening Meetings of Noteholders; Conduct of Meetings of Noteholders; Written Resolutions*) by a majority of:

(A) in the case of a Reserved Matter, at least 75 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding Notes; or

(B) in the case of a matter other than a Reserved Matter, more than 50 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding Notes.

(iii) A “Single Series Written Resolution” means a resolution in writing signed or confirmed in writing by or on behalf of the holders of:

(A) in the case of a Reserved Matter, at least 75 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding Notes; or

(B) in the case of a matter other than a Reserved Matter more than 50 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding Notes.

Any Single Series Written Resolution may be contained in one document or several documents in the same form, each signed or confirmed in writing by or on behalf of one or more Noteholders.

(iv) Any Single Series Extraordinary Resolution duly passed or Single Series Written Resolution approved shall be binding on all Noteholders, whether or not they attended any meeting, whether or not they voted in favour thereof and whether or not they signed or confirmed in writing any such Single Series Written Resolution, as the case may be, and on all Couponholders.

(c) Multiple Series Aggregation – Single limb voting

(i) In relation to a proposal that includes a Reserved Matter, any modification to the terms and conditions of, or any action with respect to, two or more series of Debt Securities Capable of Aggregation may be made or taken if approved by a Multiple Series Single Limb Extraordinary Resolution or by a Multiple Series Single Limb Written Resolution as set out below, provided that the Uniformly Applicable condition is satisfied.

(ii) A “Multiple Series Single Limb Extraordinary Resolution” means a resolution considered at separate meetings of the holders of each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation, duly convened and held in accordance with the procedures prescribed by the Issuer and the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative]

pursuant to paragraph (a) (*Convening Meetings of Noteholders; Conduct of Meetings of Noteholders; Written Resolutions*), as supplemented if necessary, which is passed by a majority of at least 75 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding debt securities of all affected series of Debt Securities Capable of Aggregation (taken in aggregate).

(iii) A “Multiple Series Single Limb Written Resolution” means each resolution in writing (with a separate resolution in writing or multiple separate resolutions in writing distributed to the holders of each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation, in accordance with the applicable bond documentation) which, when taken together, has been signed or confirmed in writing by or on behalf of the holders of at least 75 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding debt securities of all affected series of Debt Securities Capable of Aggregation (taken in aggregate). Any Multiple Series Single Limb Written Resolution may be contained in one document or several documents in substantially the same form, each signed or confirmed in writing by or on behalf of one or more Noteholders or one or more holders of each affected series of debt securities.

(iv) Any Multiple Series Single Limb Extraordinary Resolution duly passed or Multiple Series Single Limb Written Resolution approved shall be binding on all Noteholders and holders of each other affected series of Debt Securities Capable of Aggregation, whether or not they attended any meeting, whether or not they voted in favour thereof, whether or not any other holder or holders of the same series voted in favour thereof and whether or not they signed or confirmed in writing any such Multiple Series Single Limb Written Resolution, as the case may be, and on all Couponholders and couponholders of each other affected series of Debt Securities Capable of Aggregation.

(v) The “Uniformly Applicable” condition will be satisfied if:

(A) the holders of all affected series of Debt Securities Capable of Aggregation are invited to exchange, convert, or substitute their debt securities, on the same terms¹, for (i) the same new instrument or other consideration or (ii) a new instrument, new instruments or other consideration from an identical menu of instruments or other consideration; or

(B) the amendments proposed to the terms and conditions of each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation would, following implementation of such amendments, result in the amended instruments having identical provisions (other than provisions which are necessarily different, having regard to different currency of issuance).²

¹ Meaning the same offer on principal, the same offer on all interest accrued but unpaid prior to an exchange or event of default and the same offer on past due interest (or other relevant financial features of the bonds), but any such offer may contain differences as between different series of affected Debt Securities Capable of Aggregation which are necessary having regard to the currency of denomination.

² This replicates (v)(A) but in the context of the proposal by the Issuer being executed by way of amendments to the terms and conditions of each series of affected Debt Securities Capable of Aggregation rather than an invitation to exchange, convert or substitute debt securities. In reality its application will be limited to circumstances where the affected Debt Securities Capable of Aggregation had substantively similar terms initially and where the holders are being presented with one option only. As described in footnote 1, any such offer may contain differences as between different series of affected debt securities which are necessary having regard to the currency of denomination.

(vi) Any modification or action proposed under paragraph (c)(i) may be made in respect of some series only of the Debt Securities Capable of Aggregation and, for the avoidance of doubt, the provisions described in this paragraph (c) may be used for different groups of two or more series of Debt Securities Capable of Aggregation simultaneously.

(d) Multiple Series Aggregation – Two limb voting

(i) In relation to a proposal that includes a Reserved Matter, any modification to the terms and conditions of, or any action with respect to, two or more series of Debt Securities Capable of Aggregation may be made or taken if approved by a Multiple Series Two Limb Extraordinary Resolution or by a Multiple Series Two Limb Written Resolution as set out below.

(ii) A “Multiple Series Two Limb Extraordinary Resolution” means a resolution considered at separate meetings of the holders of each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation, duly convened and held in accordance with the procedures prescribed by the Issuer and the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] pursuant to paragraph (a) (*Convening Meetings of Noteholders; Conduct of Meetings of Noteholders; Written Resolutions*), as supplemented if necessary, which is passed by a majority of:

(A) at least 66 $\frac{2}{3}$ per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding debt securities of affected series of Debt Securities Capable of Aggregation (taken in aggregate); and

(B) more than 50 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding debt securities in each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation (taken individually).

(iii) A “Multiple Series Two Limb Written Resolution” means each resolution in writing (with a separate resolution in writing or multiple separate resolutions in writing distributed to the holders of each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation, in accordance with the applicable bond documentation) which, when taken together, has been signed or confirmed in writing by or on behalf of the holders of:

(A) at least 66 $\frac{2}{3}$ per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding debt securities of all the affected series of Debt Securities Capable of Aggregation (taken in aggregate); and

(B) more than 50 per cent. of the aggregate principal amount of the outstanding debt securities in each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation (taken individually).

Any Multiple Series Two Limb Written Resolution may be contained in one document or several documents in substantially the same form, each signed or confirmed in writing by or on behalf of one or more Noteholders or one or more holders of each affected series of Debt Securities Capable of Aggregation.

(iv) Any Multiple Series Two Limb Extraordinary Resolution duly passed or Multiple Series Two Limb Written Resolution approved shall be binding on all Noteholders and holders of each other affected series of Debt Securities Capable of Aggregation, whether or not they attended any meeting, whether or not they voted in favour thereof, whether or not any other holder or holders of the same series voted in favour thereof and whether or not

they signed or confirmed in writing any such Multiple Series Two Limb Written Resolution, as the case may be, and on all Couponholders and couponholders of each other affected series of Debt Securities Capable of Aggregation.

(v) Any modification or action proposed under paragraph (d)(i) may be made in respect of some series only of the Debt Securities Capable of Aggregation and, for the avoidance of doubt, the provisions described in this paragraph (d) may be used for different groups of two or more series of Debt Securities Capable of Aggregation simultaneously.

(e) Reserved Matters

In these Conditions, “**Reserved Matter**” means any proposal:

(i) to change the date, or the method of determining the date, for payment of principal, interest or any other amount in respect of the Notes, to reduce or cancel the amount of principal, interest or any other amount payable on any date in respect of the Notes or to change the method of calculating the amount of principal, interest or any other amount payable in respect of the Notes on any date;

(ii) to change the currency in which any amount due in respect of the Notes is payable or the place in which any payment is to be made;

(iii) to change the majority required to pass an Extraordinary Resolution, a Written Resolution or any other resolution of Noteholders or the number or percentage of votes required to be cast, or the number or percentage of Notes required to be held, in connection with the taking of any decision or action by or on behalf of the Noteholders or any of them;

(iv) to change this definition, or the definition of “Extraordinary Resolution”, “Single Series Extraordinary Resolution”, “Multiple Series Single Limb Extraordinary Resolution”, “Multiple Series Two Limb Extraordinary Resolution”, “Written Resolution”, “Single Series Written Resolution”, “Multiple Series Single Limb Written Resolution” or “Multiple Series Two Limb Written Resolution”;

(v) to change the definition of “debt securities” or “Debt Securities Capable of Aggregation”;

(vi) to change the definition of “Uniformly Applicable”;

(vii) to change the definition of “outstanding” or to modify the provisions of paragraph (i) (*Notes controlled by the Issuer*);

(viii) to change the legal ranking of the Notes [or other specified substantive covenants as appropriate, to be determined on a case-by-case basis];

(ix) to change any provision of the Notes describing circumstances in which Notes may be declared due and payable prior to their scheduled maturity date, set out in Condition [•] (*Events of Default*) [if any];

(x) to change the law governing the Notes, the courts to the jurisdiction of which the Issuer has submitted in the Notes, any of the arrangements specified in the Notes to enable proceedings to be taken or the Issuer’s waiver of immunity, in respect of actions or

proceedings brought by any Noteholder, set out in Condition [•] (*Governing Law and Jurisdiction*);

(xi) to impose any condition on or otherwise change the Issuer's obligation to make payments of principal, interest or any other amount in respect of the Notes, including by way of the addition of a call option;

(xii) to modify the provisions of this paragraph (e);

(xiii) except as permitted by any related guarantee or security agreement, to release any agreement guaranteeing or securing payments under the Notes or to change the terms of any such guarantee or security;

(xiv) to exchange or substitute all the Notes for, or convert all the Notes into, other obligations or securities of the Issuer or any other person, or to modify any provision of these Conditions in connection with any exchange or substitution of the Notes for, or the conversion of the Notes into, any other obligations or securities of the Issuer or any other person, which would result in the Conditions as so modified being less favourable to the Noteholders which are subject to the Conditions as so modified than:

(A) the provisions of the other obligations or debt securities of the Issuer or any other person resulting from the relevant exchange or substitution or conversion; or

(B) if more than one series of other obligations or debt securities results from the relevant exchange or substitution or conversion, the provisions of the resulting series of debt securities having the largest aggregate principal amount.

(f) Information

Prior to or on the date that the Issuer proposes any Extraordinary Resolution or Written Resolution pursuant to paragraph (b) (*Modification of this Series of Notes only*), paragraph (c) (*Multiple Series Aggregation – Single limb voting*) or paragraph (d) (*Multiple Series Aggregation – Two limb voting*), the Issuer shall publish in accordance with Condition [•] (*Aggregation Agent; Aggregation Procedures*), and provide the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] with the following information:

(i) a description of the Issuer's economic and financial circumstances which are, in the Issuer's opinion, relevant to the request for any potential modification or action, a description of the Issuer's existing debts and a description of its broad policy reform programme and provisional macroeconomic outlook;

(ii) if the Issuer shall at the time have entered into an arrangement for financial assistance with multilateral and/or other major creditors or creditor groups and/or an agreement with any such creditors regarding debt relief, a description of any such arrangement or agreement. Where permitted under the information disclosure policies of the multilateral or such other creditors, as applicable, copies of the arrangement or agreement shall be provided;

(iii) a description of the Issuer's proposed treatment of external debt securities that fall outside the scope of any multiple series aggregation and its intentions with respect to any other debt securities and its other major creditor groups; and

(iv) if any proposed modification or action contemplates debt securities being aggregated in more than one group of debt securities, a description of the proposed treatment of each such group, as required for a notice convening a meeting of the Noteholders in paragraph (a)(iv)(G) (*Convening Meetings of Noteholders; Conduct of Meetings of Noteholders; Written Resolutions*).

(g) Claims Valuation

For the purpose of calculating the par value of the Notes and any affected series of debt securities which are to be aggregated with the Notes in accordance with paragraph (c) (*Multiple Series Aggregation – Single limb voting*) and paragraph (d) (*Multiple Series Aggregation – Two limb voting*), the Issuer may appoint a Calculation Agent. The Issuer shall, with the approval of the Aggregation Agent and any appointed Calculation Agent, promulgate the methodology in accordance with which the Calculation Agent will calculate the par value of the Notes and such affected series of debt securities. In any such case where a Calculation Agent is appointed, the same person will be appointed as the Calculation Agent for the Notes and each other affected series of debt securities for these purposes, and the same methodology will be promulgated for each affected series of debt securities.

(h) Manifest error, etc.

The Notes, these Conditions and the provisions of the Bond Documentation may be amended without the consent of the Noteholders or the Couponholders to correct a manifest error. In addition, the parties to the Bond Documentation may agree to modify any provision thereof, but the Issuer shall not agree, without the consent of the Noteholders, to any such modification unless it is of a formal, minor or technical nature or it is not materially prejudicial to the interests of the Noteholders.

(i) Notes controlled by the Issuer

For the purposes of (i) determining the right to attend and vote at any meeting of Noteholders, or the right to sign or confirm in writing, or authorise the signature of, any Written Resolution [and] (ii) this Condition [•] (*Meetings of Noteholders; Written Resolutions*) [and (iii) Condition [•] (*Events of Default*)], any Notes which are for the time being held by or on behalf of the Issuer or by or on behalf of any person which is owned or controlled directly or indirectly by the Issuer or by any public sector instrumentality of the Issuer shall be disregarded and be deemed not to remain outstanding, where:

(i) “**public sector instrumentality**” means [*insert name of central bank [and any other governmental agency which it is desirable to mention]*], any [other] department, ministry or agency of the government of [*insert name of country*] or any corporation, trust, financial institution or other entity owned or controlled by the government of [*insert name of country*] or any of the foregoing; and

(ii) “**control**” means the power, directly or indirectly, through the ownership of voting securities or other ownership interests or through contractual control or otherwise, to direct the management of or elect or appoint a majority of the board of directors or other persons performing similar functions in lieu of, or in addition to, the board of directors of a corporation, trust, financial institution or other entity.

A Note will also be deemed to be not outstanding if the Note has previously been cancelled or delivered for cancellation or held for reissuance but not reissued, or, where relevant, the

Note has previously been called for redemption in accordance with its terms or previously become due and payable at maturity or otherwise and the Issuer has previously satisfied its obligations to make all payments due in respect of the Note in accordance with its terms.

In advance of any meeting of Noteholders, or in connection with any Written Resolution, the Issuer shall provide to the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] a copy of the certificate prepared pursuant to paragraph (d) (Certificate) of Condition [•] (*Aggregation Agent; Aggregation Procedures*), which includes information on the total number of Notes which are for the time being held by or on behalf of the Issuer or by or on behalf of any person which is owned or controlled directly or indirectly by the Issuer or by any public sector instrumentality of the Issuer and, as such, such Notes shall be disregarded and deemed not to remain outstanding for the purposes of ascertaining the right to attend and vote at any meeting of Noteholders or the right to sign, or authorise the signature of, any Written Resolution in respect of any such meeting. The [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] shall make any such certificate available for inspection during normal business hours at its Specified Office and, upon reasonable request, will allow copies of such certificate to be taken.

(j) Publication

The Issuer shall publish all Extraordinary Resolutions and Written Resolutions which have been determined by the Aggregation Agent to have been duly passed in accordance with paragraph (g) (*Manner of publication*) of Condition [•] (*Aggregation Agent; Aggregation Procedures*).

(k) Exchange and Conversion

Any Extraordinary Resolutions or Written Resolutions which have been duly passed and which modify any provision of, or action in respect of, the Conditions may be implemented at the Issuer's option by way of a mandatory exchange or conversion of the Notes and each other affected series of debt securities, as the case may be, into new debt securities containing the modified terms and conditions if the proposed mandatory exchange or conversion of the Notes is notified to Noteholders at the time notification is given to the Noteholders as to the proposed modification or action. Any such exchange or conversion shall be binding on all Noteholders and Couponholders.

[•] AGGREGATION AGENT; AGGREGATION PROCEDURES

(a) Appointment

The Issuer will appoint an Aggregation Agent to calculate whether a proposed modification or action has been approved by the required principal amount outstanding of Notes, and, in the case of a multiple series aggregation, by the required principal amount of outstanding debt securities of each affected series of debt securities. In the case of a multiple series aggregation, the same person will be appointed as the Aggregation Agent for the proposed modification of any provision of, or any action in respect of, these Conditions or the Bond Documentation in respect of the Notes and in respect of the terms and conditions or bond documentation in respect of each other affected series of debt securities. The Aggregation Agent shall be independent of the Issuer.

(b) Extraordinary Resolutions

If an Extraordinary Resolution has been proposed at a duly convened meeting of Noteholders to modify any provision of, or action in respect of, these Conditions and other affected series of debt securities, as the case may be, the Aggregation Agent will, as soon as practicable after the time the vote is cast, calculate whether holders of a sufficient portion of the aggregate principal amount of the outstanding Notes and, where relevant, each other affected series of debt securities, have voted in favour of the Extraordinary Resolution such that the Extraordinary Resolution is passed. If so, the Aggregation Agent will determine that the Extraordinary Resolution has been duly passed.

(c) Written Resolutions

If a Written Resolution has been proposed under the terms of these Conditions to modify any provision of, or action in respect of, these Conditions and the terms and conditions of other affected series of debt securities, as the case may be, the Aggregation Agent will, as soon as reasonably practicable after the relevant Written Resolution has been signed or confirmed in writing, calculate whether holders of a sufficient portion of the aggregate principal amount of the outstanding Notes and, where relevant, each other affected series of debt securities, have signed or confirmed in writing in favour of the Written Resolution such that the Written Resolution is passed. If so, the Aggregation Agent will determine that the Written Resolution has been duly passed.

(d) Certificate

For the purposes of paragraph (b) (*Extraordinary Resolutions*) and paragraph (c) (*Written Resolutions*), the Issuer will provide a certificate to the Aggregation Agent up to three days prior to, and in any case no later than, with respect to an Extraordinary Resolution, the date of the meeting referred to in paragraph (b) (*Modification of this Series of Notes only*), paragraph (c) (*Multiple Series Aggregation – Single limb voting*) or paragraph (d) (*Multiple Series Aggregation – Two limb voting*) of Condition [•] (*Meetings of Noteholders; Written Resolutions*), as applicable, and, with respect to a Written Resolution, the date arranged for the signing of the Written Resolution.

The certificate shall:

- (i) list the total principal amount of Notes and, in the case of a multiple series aggregation, the total principal amount of each other affected series of debt securities outstanding on the record date; and
- (ii) clearly indicate the Notes and, in the case of a multiple series aggregation, debt securities of each other affected series of debt securities which shall be disregarded and deemed not to remain outstanding as a consequence of paragraph (i) (*Notes controlled by the Issuer*) of Condition [•] (*Meetings of Noteholders; Written Resolutions*) on the record date identifying the holders of the Notes and, in the case of a multiple series aggregation, debt securities of each other affected series of debt securities.

The Aggregation Agent may rely upon the terms of any certificate, notice, communication or other document believed by it to be genuine.

(e) Notification

The Aggregation Agent will cause each determination made by it for the purposes of this Condition [•] (*Aggregation Agent; Aggregation Procedures*) to be notified to the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative] and the Issuer as soon as practicable after such determination. Notice thereof shall also promptly be given to the Noteholders.

(f) Binding nature of determinations; no liability

All notifications, opinions, determinations, certificates, calculations, quotations and decisions given, expressed, made or obtained for the purposes of this Condition (*Aggregation Agent; Aggregation Procedures*) by the Aggregation Agent and any appointed Calculation Agent will (in the absence of manifest error) be binding on the Issuer, the [Fiscal Agent/Trustee/other bondholder representative], the Noteholders and the Couponholders and (subject as aforesaid) no liability to any such person will attach to the Aggregation Agent or the Calculation Agent in connection with the exercise or non-exercise by it of its powers, duties and discretions for such purposes.

(g) Manner of publication

The Issuer will publish all notices and other matters required to be published pursuant to the Bond Documentation including any matters required to be published pursuant to Condition [•] (*Meetings of Noteholders; Written Resolutions*), this Condition [•] (*Aggregation Agent; Aggregation Procedures*), Condition [•] (*Noteholders' Committee*) and Condition [•] (*Events of Default*):

(i) on [*the Issuer's website*];

(ii) through [*insert international and domestic (if relevant) clearing system*];

(iii) in such other places and in such other manner as may be required by applicable law or regulation; and

(iv) in such other places and in such other manner as may be customary.

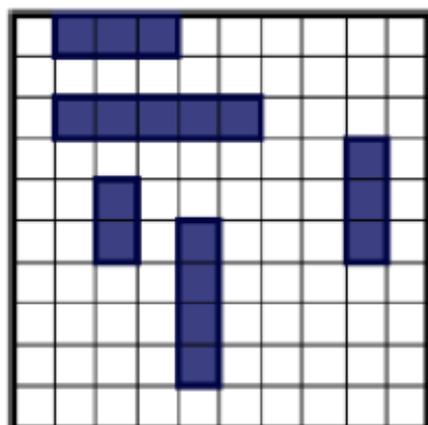
Annexe 5 : Principes fondamentaux des opérations de restructuration de la dette souveraine adoptés par l'Assemblée générale des Nations Unies, 2015

1.	Tout État a le droit, dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire, d'élaborer sa politique macroéconomique, et notamment de restructurer sa dette souveraine, droit dont nulle mesure abusive ne saurait empêcher ou gêner l'exercice. La restructuration doit être un dernier recours et préserver d'emblée les droits des créanciers.
2.	La bonne foi du débiteur souverain et de tous ses créanciers implique qu'ils s'engagent dans des négociations constructives en vue de la restructuration de la dette souveraine et dans les autres phases des opérations de restructuration dans le but de rétablir promptement et durablement la viabilité de la dette et le service de la dette ainsi que d'obtenir le soutien d'une masse critique de créanciers grâce à un dialogue constructif concernant les conditions de restructuration.
3.	La transparence doit être encouragée afin de responsabiliser davantage les acteurs concernés, ce résultat pouvant être atteint grâce à l'échange opportun de données et de méthodes concernant le règlement de dettes souveraines.
4.	L'impartialité requiert que toutes les institutions et tous les protagonistes participant à des opérations de restructuration de dettes souveraines, y compris au niveau régional, et en conformité avec leurs mandats respectifs, soient indépendants et s'abstiennent d'exercer une influence indue sur les opérations et sur les autres parties prenantes ou d'entreprendre des actions qui donneraient lieu à des conflits d'intérêts ou de la corruption.
5.	La notion de traitement équitable impose aux États de s'abstenir de toute discrimination arbitraire entre créanciers, à moins qu'un traitement différent ne soit légalement justifié, raisonnable et en corrélation avec les caractéristiques de la créance, garantisse l'égalité des créanciers et soit discuté entre tous les créanciers. Ceux-ci ont droit à un traitement égal proportionné à leur créance et fonction de ses caractéristiques. Nul créancier ou groupe de créanciers ne doit être exclu par avance d'une opération de restructuration de la dette.
6.	L'immunité souveraine de juridiction et d'exécution en matière d'opérations de restructuration de la dette souveraine est un droit dont disposent les États devant les tribunaux nationaux étrangers et toute exception doit faire l'objet d'une interprétation restrictive.
7.	La légitimité implique que la création d'institutions et les opérations de restructuration de la dette souveraine respectent, à tous les niveaux, les exigences de non-exclusion et l'état de droit. Les modalités et conditions des contrats originaux doivent rester en vigueur tant qu'elles ne sont pas modifiées par un accord de restructuration.
8.	La viabilité implique que les négociations de restructuration de la dette souveraine soient achevées en temps opportun et de manière efficace et débouchent sur une stabilisation de la dette de l'État débiteur, en préservant dès le départ les droits des créanciers tout en favorisant une croissance économique durable et sans exclusive ainsi qu'un développement durable, en minimisant les coûts socioéconomiques, en garantissant la stabilité du système financier international, et ceci dans le respect des droits de l'homme.
9.	Les restructurations décidées à la majorité impliquent que les accords de restructuration de la dette souveraine approuvés par une majorité qualifiée de créanciers d'un État ne peuvent être affectés, remis en question ou autrement entravés par d'autres États ou une minorité non représentative de créanciers, lesquels sont tenus de respecter les décisions adoptées par la majorité des créanciers. Les États doivent être encouragés à inclure des clauses d'action collective dans leurs futures émissions d'emprunts souverains.

Annexe 6 : Proposition personnelle de modélisation sous forme de bataille navale

En ce début du XXI^e siècle, l'immunité de l'État souverain est plus qu'ébranlée par le dogme du marché : la jurisprudence argentine relative au fonds vautour NML aux États-Unis et en France, et plus généralement la crise des dettes souveraines rappellent qu'en matière de financement public, l'État a renoncé à son immunité de juridiction et d'exécution dans les contrats obligataires émis sur le marché financier. Selon le droit international coutumier, tel que reflété par la Convention des Nations unies sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens du 2 décembre 2004, cette renonciation est possible dans la mesure où elle relève d'actes *jure gestionis*. Par l'insertion de clauses contractuelles, l'État abandonne le fait de se prévaloir de toute action dirigée contre lui et se résigne à ne pas protéger ses biens.

Nous proposons d'utiliser le jeu de la bataille navale pour comprendre le fonctionnement des clauses contractuelles des titres obligataires de dette publique internationale. Dans notre cas, les deux joueurs sont, d'un côté, l'emprunteur qui désigne les États, les entités publiques telles que les régions, les collectivités territoriales, et les entreprises publiques (« **l'État** »), et de l'autre les prêteurs qui sont des banques commerciales, des fonds d'investissements, d'autres États et des investisseurs privés (« **le Créancier** »). Les navires représentent certaines des clauses introduites dans les contrats d'émissions d'obligations : clause de renonciation à l'immunité de juridiction, clause de renonciation à l'immunité d'exécution, clause de choix de droit applicable, clause attributive de juridiction et clauses de sauvegarde (« **les Navires** »).



Porte-avions (5 cases) : clauses de sauvegarde

Croiseur (4 cases) : choix de droit applicable

Contre-torpilleurs (3 cases) : clause attributive de juridiction

Sous-marin (3 cases) : renonciation à l'immunité de juridiction

Torpilleur (2 cases) : renonciation à l'immunité d'exécution

Les règles du jeu sont issues des stratégies développées par les joueurs et perfectionnées depuis que le financement public international s'effectue par le recours à l'émission d'obligations. Le plus important est l'absence de transparence : les joueurs ne se parlent pas et conservent leur grille cachée. L'intérêt de cette modélisation est d'examiner comment ces clauses contractuelles influencent les litiges postérieurs et le refinancement de l'État. En cas de défaut, le jeu n'est jamais gagnant-gagnant : aucune de ces clauses ne permet de trouver une solution assurant au Créancier un retour sur investissement et à l'État un financement optimal de son économie. Les deux joueurs savent qu'en l'absence de régulation internationale ou de mécanisme organisé de règlement des dettes souveraines, il y aura toujours un vainqueur et un vaincu, conformément au principe général de tout jeu.

Les règles contractuelles des marchés financiers priment la souveraineté étatique par la fin de l'immunité. Les enjeux politiques sont orientés par les conditions du marché puisque l'endettement souverain s'effectue à plus de 80% auprès des opérateurs du marché. Mais, lorsque l'État renonce à son immunité en matière de financement public international, l'impact de la privatisation générale de l'endettement est sans précédent sur les politiques économiques, fiscales et sociales. A l'heure actuelle, le financement public international se présente comme une bataille pour l'immunité de l'État.

BIBLIOGRAPHIE

❖ Ouvrages collectifs

Vinod K. AGGARWAL, Brigitte GRANVILLE, *Sovereign debt: origins, crises and restructuring*, Royal Institute of International Affairs, 2003

Jean ANDREAU, Gérard BEAUR, Jean-Yves GRENIER, *La dette publique dans l'histoire* Paris, Comité pour l'histoire économique et financière, 2006

Patrick ARTUS, Jean-Paul BETBEZE, Christian de BOISSIEU, Gunther CAPELLE-BLANCARD, « La crise des subprimes », Paris, La Documentation française, 2008

Mathias AUDIT, *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, Paris, L.G.D.J., 2011

Nancy BIRDSALL, John WILLIAMSON, Brian DEESE, *Delivering on Debt Relief: From IMF Gold to a New Aid Architecture*, Washington D.C., Center for Global Development, 2002

Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, Philippe KAHN, *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Paris, Librairies techniques, 1981

James M. BOUGHTON, Domenico LOMBARDI, *Finance, Development, and the IMF*, New York, Oxford University Press, 2009

Anton BRENDER, Florence PISANI, Emile GAGNA, *The Sovereign Debt Crisis: Placing a Curb on Growth* Paris, Editions La Découverte, 2012

Richard Scott CARNELL, Jonathan R. MACEY, Geoffrey P. MILLER, *The Law of Banking and Financial Institutions*, Aspen, 2009

Dominique CARREAU, Malcolm N. SHAW, *La dette extérieure / The External Debt*,

Dordrecht/Boston/London, Martinus Nijhoff Publishers, 1995

Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, Juan Pablo BOHOSLAVSKY, *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, New York, Oxford University Press, 2013

Mitu GULATI, Anna GELPERN, *A Modern Legal History of Sovereign Debt*, 2010

Patrick JULLIARD, Brigitte STERN, *Les emprunts russes : aspects juridiques*, Paris, Pedone, 2002

Charles KINDLEBERGER, Z. Robert ALIBER, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, New York, Palgrave Macmillan, 2011

Francois OST, Michel van de KERCHOVE, *De la pyramide au réseau ? Pour une théorie dialectique du droit*, Bruxelles, Facultés universitaires Saint-Louis, 2002

Susan PARK, Antje VETTERLEIN, *Owning Development. Creating Policy Norms in the IMF and the World Bank*, New York, Cambridge University Press, 2010

Christoph G. PAULUS, *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, Baden-Baden, C. H. Beck, Hart Publishing, Oxford, Nomos, 2014

Roger PICARD, Paul HUGON, *Le problème des dettes inter-alliées - nécessité d'une révision*, Paris, Librairie Plon, 1934

Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton/Oxford, Princeton University Press, 2009

Michael REISMAN, Andrew WILLARD, *International Incidents: The Law that Counts in World Politics*, Princeton, Princeton University Press, 2014

Nouriel ROUBINI, Brad SETSER, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Peterson Institute for International Economics, 2004

Jean-Marc SOREL, *Le droit international économique à l'aube du XXIème siècle. En hommage aux Professeurs Dominique Carreau et Patrick Juillard.*, Paris, Pedone, 2009

Jean-Marc SOREL, Régis CHEMAIN, *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Actes du colloque du 5 décembre 2012 au Palais Brongniart, Paris, Pedone, 2013

Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, Cambridge, London, The MIT Press, 2007

Jan Joost TEUNISSEN, Age AKKERMAN, *The crisis that was not prevented : lessons for Argentina, the IMF, and globalisation*, The Hague, Fondad, 2003

❖ **Manuels, cours**

Paul AMSELEK, Pierre LAVIGNE, *Le budget de l'Etat sous la Ve République*, Paris, L.G.D.J., 1966

André ANDREADES, «Les contrôles financiers internationaux», in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1924, pp. 5-108

Christian de BOISSIEU, Jézabel COUPPEY-SOUBEYRAN, *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation*, Paris, Economica, 2013

Henri BOURGUINAT, *Finance internationale*, Paris, Presses Universitaires de France, 1999

Aron BROCHES, « International Legal Aspects of the Operations of the World Bank », *Recueil des cours de l'Académie de*

droit international de La Haye, 1959, 98, pp. 297-409

Dominique CARREAU, Patrick JULLIARD, *Droit international économique*, Paris, Dalloz, 2013

Dominique CARREAU, Fabrizio MARRELLA, *Droit international*, Paris, Pedone, 2012

Jean COMBACAU, Serge SUR, *Droit international public*, Paris, Montchrétien, 2012

Patrick DAILLIER, Mathias FORTEAU, Nguyen Quoc DINH, Alain PELLET, *Droit international public*, Paris, L.G.D.J., 2009

Jonathan EATON, Raquel FERNANDEZ, «Sovereign debt», in *Handbook of International Economics*, Ronald Winthrop JONES, Gene M. GROSSMAN, Peter B. KENEN and Kenneth ROGOFF, Elsevier, 1995, pp. 2031-2077

Michel FOUCAULT, «Nietzsche, la généalogie, l'histoire», in *Hommage à Jean Hyppolite*, Paris, P.U.F., 1971, pp. 145-172

Marie-Anne FRISON-ROCHE, *Responsabilité et régulations économiques*, Paris, Dalloz, 2007

Charles GIDE, *Cours d'économie politique*, 1923

Benvenuto GRIZIOTTI, « La Banque des Règlements Internationaux », *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1932, IV, pp. 359-463

Thomas HALE, David HELD, *The Handbook of Transnational Governance: Institutions and Innovations*, Cambridge, Polity, 2011

Bertrand JACQUILLAT, Christophe PERIGNON, Bruno SOLNIK, *Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques*, Paris, Dunod, 2009

Gaston JEZE, «La garantie des emprunts publics d'État», in *Recueil des cours de*

l'Académie de droit international de La Haye, Martinus Nijhoff Publishers, 1925,

———, «Les défaillances d'Etat», in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1935,

John Fischer Williams K.C, «Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat», in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1923,

Jean-Flavien LALIVE, «L'immunité de juridiction des Etats et des organisations internationales», in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, Académie de Droit International de La HAYE, The Hague, Nijhoff, 1953, pp. 205-396

Raymond Carré de MALBERG, *Contribution à la théorie générale de l'Etat*, Paris, Sirey, 1920

Raphaële RIVIER, *Droit international public*, Paris, PUF, 2012

Georges SCELLE, «Règles générales du droit de la paix», in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, Hague Academy of International LAW, Martinus Nijhoff Publishers, 1933, pp. 327-703

Laurence SCIALOM, *Économie bancaire*, Paris, La découverte, 2013

Karl STRUPP, «L'intervention en matière financière», in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1925, pp. 1-124

Louis TROTABAS, *Précis de science et législation financières*, Paris, Dalloz, 1953

Holley H. ULBRICH, *Public Finance in Theory and Practice*, Routledge, 2011

Prosper WEIL, «Problèmes relatifs aux contrats passés entre un état et un particulier», in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, Martinus Nijhoff Publishers, 1969,

❖ Monographies, thèses

Vinod K. AGGARWAL, *Debt Games: Strategic Interaction in International Debt Rescheduling*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996

Jochen ANDRITZKY, *Sovereign Default Risk Valuation: Implications of Debt Crises and Bond Restructurings*, Berlin Heidelberg, Springer, 2006

Douglas W. ARNER, *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007

Denise ARTAUD, *La question des dettes interalliées et la reconstruction de l'Europe (1917-1929)*, Paris, Librairie Honoré Champion, 1978

Margaret ATWOOD, *Comptes et légendes : La dette et la face cachée de la richesse*, Paris, Boréal, 2009

Laurence BADEL, *Diplomatie et grands contrats. L'État français et les marchés extérieurs au XXe siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne, 2010

Klaus Peter BERGER, *The creeping codification of the lex mercatoria*, The Hague, Kluwer Law International, 1999

Murat BIRDAL, *The political economy of Ottoman public debt: insolvency and European financial control in the late nineteenth century*, Tauris Academic Studies, 2010

Henry J. BITTERMANN, *The Refunding of international debt*, Durham N.C., Duke University Press, 1973

Edwin BORCHARD, *State Insolvency and Foreign Bondholders: General Principles* New Haven, Yale University Press, 1951

James M. BOUGHTON, *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990-1999*, Washington, D.C., International Monetary Fund, 2012

- Marie BOURICHE, *Les instruments de solidarité en droit international public*, Connaissances et savoirs, 2012
- Michael BREEN, *The politics of IMF lending*, Palgrave Macmillan, 2013
- Chris BRUMMER, *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, Cambridge University Press, 2012
- Germain CALMETTE, *Recueil de documents sur l'histoire de la question des réparations (1919-1921)*, Paris, Alfred Costes, 1935
- Sarah CASSELLA, *La nécessité en droit international: de l'état de nécessité aux situations de nécessité*, Brill Academic Pub, 2011
- Emanuel CASTELLARIN, «La réforme institutionnelle du FMI : du 4ème au 7ème amendement : conséquence du changement des rapports de forces dans le monde ou de l'enseignement des crises ?», (Académie de droit international de La Haye, 2014)
- Richard CASTILLON, *Les réparations allemandes : deux expériences - 1919-1932 ; 1945-1952*, Paris, PUF, 1953
- Dimitris N. CHORAFAS, *Sovereign Debt Crisis: The New Normal and the Newly Poor*, Palgrave Macmillan, 2011
- François CROUZET, *A history of the European Economy, 1000-2000*, Charlottesville, University of Virginia Press, 2001
- Jean D'ASPREMONT, *Formalism and the Sources of International Law. A Theory of the Ascertainment of Legal Rules*, Oxford, Oxford University Press, 2011
- Daniel DEFOE, *An Essay Upon Public Credit: Being an Enquiry how the Publick Credit Comes to Depend Upon the Change of the Ministry, Or the Dissolutions of Parliaments, and Whether it Does So Or No?*, W. Baynes, Paternoster-Row, J.S. Jordan, 1710
- Pascale DEUMIER, *Le droit spontané*, Economica, 2002
- René-Jean DUPUY, *La communauté internationale entre le mythe et l'histoire*, Paris, Economica, 1986
- Miguel FUENTES, Diego SARAVIA, «Sovereign Defaulters: Do International Capital Markets Punish Them?», ed. by Instituto de ECONOMIA (Santiago: Pontificia Universidad Católica de Chile, 2006)
- Norbert GAILLARD, *A century of sovereign ratings*, New York and London, Springer, 2011
- Georges GALLAIS-HAMONNO, Jean BERTHON, *Les emprunts tontiniers de l'Ancien Régime. Un exemple d'ingénierie financière au XVIIIe siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne, 2008
- Carl Friedrich Wilhelm von GERBER, *Über öffentliche Rechte*, Tübingen, Laupp, 1852
- Harry GIDEONSE, *War Debts*, Chicago, The University of Chicago Press, 1933
- David GRAEBER, *Debt: The First 5000 Years*, Melville House, 2011
- Leonie F. GUDER, *The Administration of Debt Relief by the International Financial Institutions: A Legal Reconstruction of the HIPC Initiative*, Berlin, Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co. K, 2010
- John W. HEAD, *Losing the global development war: a contemporary critique of the IMF, the World Bank, and the WTO*, Leiden, Martinus Nijhoff, 2008
- Martial HELAND, «Restructuration de dette souveraine et défense contre les fonds voutours», in *Mémoire de recherche* (Paris: Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2011)
- Eric HELLEINER, *States and the Reemergence of Global Finance: From*

- Bretton Woods to the 1990s*, London / Ithaca, Cornell University Press, 1994
- Thomas HERNDON, Michael ASH, Robert POLLIN, «Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff», (Amherst: University of Massachusetts, 2013)
- Christina HOLMGREN, *La renégociation multilatérale des dettes : le Club de Paris au regard du droit international*, Bruxelles, Bruylant, 1998
- Joseph P. JOYCE, *The IMF and global financial crises : Phoenix rising?*, New York, Cambridge University Press, 2013
- Clément JUGLAR, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, 1862
- Angelika KLEINZ, *Individuum und Gemeinschaft in der juristischen Germanistik. Die Geschworenengerichte und das ‚gesunde Volksempfinden‘*, Heidelberg, Universitätsverlag C. Winter, 2001
- Odette LIENAU, *Rethinking Sovereign Debt: Debt and Reputation in the Twentieth Century*, Harvard University Press, 2014
- Carlos MARICHAL, *Bankruptcy of Empire: Mexican Silver and the Wars between Spain, Britain and France, 1760-1810*, Cambridge Cambridge University Press, 2007
- Séverine MENETREY, *L'amicus curiae, vers un principe commun de droit procédural ?*, Paris, Dalloz-Sirey, 2010
- Sabine MICHALOWSKI, *Unconstitutional Regimes and the Validity of Sovereign Debt: A Legal Perspective*, Ashgate, 2007
- Ralf MÖLLER, *Generationengerechtigkeit im Steuerrecht : die generationengerechte Fortentwicklung des Steuerrechts unter besonderer Berücksichtigung der prognostizierten demographischen Entwicklung*, Hamburg, Kova, 2005
- Edgar MORIN, Jean-Louis Le MOIGNE, *L'intelligence de la complexité*, Paris, L'Harmatan, 2000
- Friedrich NIETZSCHE, *Zur Genealogie der Moral. Eine Streitschrift.*, Leipzig, Verlag von C. G. Neumann, 1887
- André ORLEAN, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Paris Éditions Rue d'Ulm, 2009
- Tolek PETCH, *Legal Implications of the Euro Zone Crisis. Debt Restructuring, Sovereign Default and Euro Zone Exit*, Kluwer Law International, 2014
- Ann PETTIFOR, *The coming First World debt crisis*, New York, Palgrave, 2006
- Yannick RADI, *La standardisation et le droit international. Contours d'une théorie dialectique de la formation du droit*, Bruxelles, Bruylant, 2013
- Kunifert RAFFER, *Debt Management for Development. Protection of the Poor and the Millennium Development Goals*, Cheltenham, Edward Elgar, 2010
- Stéphane RIALS, *Le juge administratif français et la technique du standard. Essai sur le traitement juridictionnel de l'idée de normalité*, Paris, LGDJ, 1980
- Lex RIEFFEL, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington D.C., Brookings Institution Press, 2003
- Hans RONDE, *Von Versailles bis Lausanne : der Verlauf der Reparationsverhandlungen nach dem ersten Weltkrieg*, Stuttgart, Kohlhammer, 1950
- Raymond de ROOVER, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494*, Cambridge, Harvard University Press, 1963
- Emily S. ROSENBERG, *Financial Missionaries to the World: The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900-1930*, 2004

Alexander Nahum SACK, «Les effets des transformations des Etats sur leurs dettes publiques et autres obligations financières », in *Recueil Sirey*, Paris, 1927, pp. 46-157

Holger SCHIER, *Towards A Reorganisation System For Sovereign Debt : An International Law Perspective*, Leiden, Martinus Nijhoff Publishers, 2007

Friedrich Benjamin SCHNEIDER, *Odious Debts. Status quo und Regelungsmodell unter besonderer Berücksichtigung internationaler Menschenrechts*, Berlin, Duncker & Humblot, 2015

Marilyn J. SEIBER, *International Borrowing by Developing Countries*, New York, Pergamon Press, 1982

Adam SMITH, «Du revenu du souverain ou de la république», in *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, 1776,

Christian SUTER, *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820-1990*, Col.: Westview Press, 1992

Michael TOMZ, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries*, Princeton University Press, 2007

Anne-Robert-Jacques TURGOT, *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, Paris, 1766

Yánis VAROUFAKIS, *Le Minotaure planétaire : l'ogre américain, la désunion européenne et le chaos mondial*, Paris, Éditions du Cercle, 2015

Michael WAIBEL, *Sovereign Defaults Before International Courts and Tribunals*, New York, Cambridge University Press, 2011

John Fischer WILLIAMS, *International Law and International Financial Obligations Arising from Contracts*, Leyden, Bibliotheca Visseriana, 1924

Duncan WOOD, *Governing global banking. The Basel Committee and the Politics of Financial Globalization*, Ashgate, 2005

Philipp R. WOOD, *The Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, 2008

Robert R. WOOD, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, London, Sweet & Maxwell, 2007

❖ Chapitres d'ouvrages collectifs

Georges ABI-SAAB, «Éloge du "droit assourdi" : quelques réflexions sur le rôle de la Soft Law en droit international contemporain», in *Nouveaux itinéraires en droit : hommage à François Rigaux*, Bruxelles, Bruylant, 1993, pp. 59-68

Georges AFFAKI, «Du sens des mots et du bon sens : de la bonne interprétation de la clause pari passu», in *Mélanges en l'honneur de Philippe le Tourneau*, Paris, Dalloz, 2007,

Frédéric ALLEMAND, «Le développement de la coordination des politiques budgétaires dans l'UE», in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 31-63

Mathias AUDIT, «A Debt Restructuring Mechanism for European Sovereigns: An Emerging Idea», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, Oxford, Nomos, C. H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 213-222

———, «La dette souveraine appelle-t-elle un statut juridique particulier ?», in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J., 2011, pp. 67-87

———, «Les clauses d'action collective comme remède à la crise souveraine de la zone euro», in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 123-142

Geneviève BASTID-BURDEAU, «Les euro-crédits. L'apparition des contrôles étatiques», in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 369-393

Christina BINDER, «Changed Circumstances in Investment Law: Interfaces between the Law of Treaties and the Law of State Responsibility with a Special Focus on the Argentine Crisis», in *International Investment Law for the 21st Century*, Christina BINDER, Ursula KRIEBAUM, August REINISCH and Stephan WITTICH, Oxford, Oxford University Press, 2009, pp. 608-630

Régis BISMUTH, «La privatisation des organisations internationales», in *Traité de droit des organisations internationales*, Évelyne LAGRANGE and Jean-Marc SOREL, Paris, LGDJ, 2013, pp. 192-198

———, «NML c. Argentine – Commentaire joint des arrêts : 1ère Ch. civ., 28 septembre 2011, N° 09-72.057 (NML c/ Argentine) et 1ère Ch. civ., 28 mars 2013, N° 10-25.938 (NML c/ Argentine et Total Austral), N° 11-10.450 (NML c/ Argentine), N° 11-13.323 (NML c/ Argentine et Air France)», in *Les grandes décisions de la jurisprudence française de droit international public*, Alain PELLET and Alina MIRON, Paris, Dalloz, 2015, pp. 633-651

Sir William BLAIR, «Odious Debt», in *Sovereign Debt Management*, Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 233-239

Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD, «La valeur juridique de la syndication», in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981,

Armin von BOGDANDY, Matthias GOLDMANN, «Sovereign Debt

Restructurings as Exercises of International Public Authority: Towards a Decentralized Sovereign Insolvency Law», in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, Carlos ESPOSITO, Yuefen LI and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 39-70

Juan Pablo BOHOSLAVSKY, Carlos ESPOSITO, «Principles Matter. The Legal Status of the Principles on Responsible Sovereign Financing», in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, Carlos ESPOSITO, Yuefen LI and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 73-86

Juan Pablo BOHOSLAVSKY, Yuefen LI, «UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Financing», in *Sovereign Debt Management*, Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 443-461

Michael C. BURDA, «The European Debt Crisis: How Did We Get into this Mess? How Can We Get out of it?», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 21-34

Dominique CARREAU, «La surveillance internationale des politiques budgétaires», in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 81-86

Bankim CHADHA, David FOLKERTS-LANDAU, Mervyn A. KING, Roberto G. MENDOZA, «The Evolving Role of Banks in International Capital Flows», in *International Capital Flows*, Martin FELDSTEIN, University of Chicago Press, 1999, pp. 191-234

Hilary CHARLESWORTH, «Le droit international, une discipline de la crise», in *Sexe, genre et droit international*, Hilary

CHARLESWORTH, Paris, Pedone, 2013, pp. 221-243

Felicitas CHEN, «The Correlation between Human Rights and the Loan Policies of the World Bank and the EBRD», in *Ethics and human rights in a globalized world : an interdisciplinary and international approach*, Klaus HOFFMANN-HOLLAND, Mohr Siebeck, 2009, pp. 239-253

Aristides P. CHIOTELLIS, «Sovereign Debt Restructuring and the Internal Legal Framework: the Greek Experience», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 99-117

Hassane CISSE, «Le fonds monétaire international et l'endettement extérieur des Etats», in *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995,

François COLLY, «Les emprunts de l'Etat et la loi organique du 1er août 2001 relative aux lois de finances», in *Etudes en l'honneur de Loïc Philip*, Paris, Economica, 2005, pp. 365-375

Enrique COSIO-PASCAL, «Paris Club: Intergovernmental Relations in Debt Restructuring», in *Overcoming Developing Country Debt Crisis*, Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, pp. 231-276

Georges R. DELAUME, «Issues of Applicable Law in the Context of the World Bank's Operations», in *The Transnational Law of International Commercial Transactions* Norbert HORN and Clive M. SCHMITTHOFF, Kluwer, 1982, pp. 317-328

Javier DIAZ-CASSOU, Aitor ERCE, «IMF Interventions in Sovereign Debt Restructurings», in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 179-188

A. Mechele DICKERSON, «Insolvency Principles: The Missing Link in the Odious

Debt Debate», in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 261-266

Keegan S. DRAKE, «Disenfranchisement in Sovereign Bonds», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 141-161

Anne DUBET, «Les rois d'Espagne et leurs créanciers. Une collaboration conflictuelle», in *La dette publique dans l'histoire*, Jean ANDREAU, Gérard BEAUR and Jean-Yves GRENIER, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, pp. 243-267

Thomas A. DUVALL, «Debt Relief for Low-Income Countries», in *Sovereign Debt Management*, Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 69-84

Carlos ESPOSITO, Yuefen LI, Juan Pablo BOHOSLAVSKY, «Introduction: The Search for Common Principles», in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, Carlos ESPOSITO, Yuefen LI and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 3-12

Mathias FORTEAU, «Le défaut souverain en droit international public : les instruments de droit international public pour remédier à l'insolvabilité des états», in *Insolvabilité des états et dettes souveraines*, Mathias AUDIT, Paris, LGDJ, 2011, pp. 209-232

Arminio FRAGA, «Crisis Prevention and Management: Lessons from Mexico», in *From Halifax to Lyons : What Has Been Done About Crisis Management?*, Peter KENEN, Princeton University, 1996, pp. 46-55

Anna GELPERN, «Hard, Soft, and Embedded. Implementing Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing», in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD*

Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing, Carlos ESPOSITO, Yuefen LI and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 347-382

———, «A Skeptic's Case for Sovereign Bankruptcy», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, Oxford, Nomos, C. H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 261-278

Habib GHERARI, «Le développement de la coordination des politiques budgétaires en droit international», in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 13-30

Loïc GRARD, «Le club de paris et les dettes publiques des Etats », in *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 197-254

Edgar Nassar GUIER, «La position du Gouvernement américain en matière d'endettement des Etats : du plan Baker à l'initiative Brady», in *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 111-137

Sean HAGAN, «Debt Restructuring and Economic Recovery», in *Sovereign Debt Management*, Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 359-385

Issam HALLAK, Paul SCHURE, «Loans versus Bonds: The Importance of Potential Liquidity Problems for Sovereign Borrowers», in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 101-109

Philippe HAMON, «Les dettes du roi de France (fin du Moyen-Âge - XVIe siècle) : une dette "publique" ?», in *La dette publique dans l'histoire*, Jean ANDREAU, Gérard BEAUR and Jean-Yves GRENIER, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, pp. 85-97

Eric HELLEINER, «Filling a Hole in Global Financial Governance? The Politics of Regulating Sovereign Debt Restructuring», in *The politics of global regulation*, Walter Mattli and Ngaire WOODS, Princeton University Press, 2009, pp. 89-120

Barry HERMAN, «Why the Code of Conduct for Resolving Sovereign Debt Crises Falls Short», in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010,

Jean-Luc HERRENSCHMIDT, «Présentation des euro-crédits», in *Les euro-crédits. Un instrument du système bancaire pour le financement international*, Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD and Philippe KAHN, Paris, Libraires techniques de Paris, 1981,

Robert HERTZOG, «A la recherche d'une théorie du système financier public complexe», in *Etudes en l'honneur de Loïc Philip*, Paris, Economica, 2005, pp. 401-421

Christian HOFMANN, «A Legal Analysis of the Eurozone Crisis», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 43-73

Camille JAUFFRET-SPINOSI, Claude KELLY, «La protection contractuelle», in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD and Philippe KAHN, Paris, Libraires techniques, 1981, pp. 525-568

Jürgen KAISER, «Taking Stock of Proposals for More Ordered Workouts», in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, pp. 428-448

Esther KENTIN, «Economic Crisis and Investment Arbitration: The Argentine Cases», in *Les aspects nouveaux du droit des investissements internationaux / New*

Aspects of International Investment Law, Philippe KAHN and Thomas W. WÄLDE, Martinus Nijhoff Publishers, 2004, pp. 629-667

Paul KRUGMAN, «Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis», in *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*, Takashi NEGISHI, Rama V RAMACHANDRAN and Kazuo MINO, Kluwer, 2001, pp. 243-255

Rosa M. LASTRA, «International Financial Architecture», in *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Rosa M. LASTRA, Oxford University Press, 2006, pp. 447-501

———, «The Role of the International Monetary Fund», in *Sovereign Debt Management*, Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 49-68

Odette LIENAU, «The longer-term consequences of sovereign debt restructuring», in *Sovereign Debt Management*, Lee BUCHHEIT and Rosa LASTRA, Oxford University Press, 2014, pp. 85-100

Peter H. LINDERT, Peter J. MORTON, «How Sovereign Debt Has Worked», in *Developing Country Debt and Economic Performance*, Jeffrey D. SACHS, Chicago, University of Chicago Press, 1989, pp. 39-106

Ernst-Moritz LIPP, «Why the Debt Crisis Led to a Systemic Crisis and How to Escape from it», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 35-39

Daniel MCGOVERN, «Different Market Windows on Sovereign Debt: Private-sector Credit from the 1980s to the present», in *Sovereign Debt: Origins, Crisis and Restructuring*, Vinod K. AGGARWAL and Brigitte GRANVILLE, Royal Institute of International Affairs, 2003,

Milan J. N. MEETARBHAN, «Vers un droit international de la dette extérieure ?», in *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 485-534

Charles-Albert MICHALET, «La dimension monétaire et financière du capitalisme mondial», in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD and Philippe KAHN, Paris, Librairies techniques, 1981, pp. 653-677

Marcus H. MILLER, Dania THOMAS, «Sovereign Debt Restructuring: The Judge, the Vultures, and Creditor Rights», in *Sovereign Debt: From Safety to Default*, Robert W. KOLB, John Wiley & Sons, 2011, pp. 211-226

Manuel MONTEAGUDO, «The Debt Problem: The Baker Plan (1985) And The Brady Initiative (1989) - History, Experience, Practice And Prospects», in *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 139-164

Rafael A. MORALES, «Equality Of Treatment Of Creditors In The Restructuring Of Foreign Debt», in *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995,

Lester NURICK, «Certain Aspects of the Law and Practice of the International Bank for Reconstruction and Development», in *The Effectiveness of International Decisions*, Stephen Myron SCHWEBEL, Leyden, Sijthoff, 1971, pp. 100-128

Rodrigo OLIVARES-CAMINAL, «Statutory Sovereign Debt Resolution Mechanisms», in *Sovereign Debt Management*, Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 333-358

Christoph G. PAULUS, «Should Politics be Replaced by a Legal Proceeding?», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, Oxford,

Nomos, C. H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 191-212

———, «A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution for Sovereign Debt Restructurings», in *Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?*, Gallina A. VINCELETTE and Carlos A. Primo BRAGA, Washington D.C., World Bank, 2010,

Christian PUHR, «L'organisation bancaire des euro-crédits : la pratique de la syndication, la constitution du syndicat», in *Les euro-crédits. Un instrument du système bancaire pour le financement international*, Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD and Philippe KAHN, Paris, Libraires techniques de Paris, 1981,

Kunibert RAFFER, «Improving Debt Management on the Basis of UNCTAD's Principles», in *Sovereign Financing and International Law. The UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, Carlos ESPOSITO, Yuefen LI and Juan Pablo BOHOSLAVSKY, New York, Oxford University Press, 2013, pp. 163-187

Eric ROBERT, «Rééchelonnement de la dette ou règlement judiciaire ? Analyse de la jurisprudence interne et internationale au regard des enjeux de la renégociation de la dette», in *La dette extérieure / The external debt*, Martinus Nijhoff PUBLISHERS, 1995, pp. 607-670

Jean du Pré de SAINT-MAUR, «Perspectives du marché des euro-crédits», in *Les euro-crédits, un instrument du système bancaire pour le financement international*, Jean-Bernard BLAISE, Philippe FOUCHARD and Philippe KAHN, Paris, Libraires techniques, 1981, pp. 633-652

Luis Jorge Garay SALAMANCA, «The 1980s Crisis in Syndicated Bank Lending to Sovereigns and the Sequence of Mechanisms to Fix it», in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010, pp. 111-139

Engela C SCHLEMMER, «The enforcement of sovereign debt», in *International monetary and financial law: the global crisis*, Mario GIOVANOLI and Diego DEVOS, Oxford, Oxford University Press, 2010, pp. 418-446

Arnaud SEE, «Une nouvelle "discipline" budgétaire ? Les sanctions des politiques budgétaires "indisciplinées" dans l'Union européenne», in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 143-159

Brad SETSER, «The Political Economy of the SDRM», in *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Barry HERMAN, José Antonio OCAMPO and Shari SPIEGEL, New York, Oxford University Press, 2010,

Jérôme SGARD, «La faillite souveraine en économie : l'économie politique des défauts souverains», in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, Mathias AUDIT, Paris, LGDJ, 2011, pp. 25-40

Dalvinder SINGH, «The Role of the IMF and World Bank in Financial Sector Reform and Compliance», in *Redefining sovereignty in international economic law*, Wenhua SHAN and Penelope SIMONS, Oxford, Hart, 2008, pp. 331-362

Jean-Marc SOREL, «Conclusions. Une fable moderne : l'Etat, l'Union européenne, les marchés financiers et l'aléa moral», in *Quelle souveraineté budgétaire pour les États ?*, Jean-Marc SOREL and Régis CHEMAIN, Paris, Pedone, 2013, pp. 193-200

———, «L'institutionnalisation des relations internationales», in *Droit des organisations internationales*, Evelyne LAGRANGE and Jean-Marc SOREL, Paris, LGDJ, Lextenso éditions, 2013, pp. 11-34

———, «Le droit international au début du XXI^e siècle : un salutaire chaos permanent mêlant humanisme et réalisme», in *Regards d'une génération sur le Droit International*, Emmanuelle JOUANNET, Hélène Ruiz

FABRI and Jean-Marc SOREL, Paris, Pedone, 2008, pp. 395-411

Jean TIROLE, «Lessons from the Crisis», in *Balancing the Banks. Global Lessons from the Financial Crisis*, Mathias DEWATRIPONT, Jean-Charles ROCHET and Jean TIROLE, Princeton, Oxford, Princeton University Press, 2010, pp. 10-77

Michel TROPER, «L'Europe politique et le concept de souveraineté», in *L'Europe en voie de Constitution. Pour un bilan critique des travaux de la Convention*, Olivier BEAUD, Arnaud LECHEVALIER, Ingolf PERNICE and Sylvie STRUDEL, Bruxelles, Bruylant, 2004, pp. 117-137

Antonio Sáinz de VICUÑA, «Restructuring in a Monetary Union: Legal Aspects», in *Sovereign Debt Management*, Rosa M. LASTRA and Lee BUCHHEIT, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 177-193

Michael WAIBEL, «Echoes of History: The International Financial Commission in Greece», in *A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns. Do we need a legal procedure?*, Christoph G. PAULUS, München, Verlag C.H. Beck, Hart Publishing, 2014, pp. 3-19

———, «La faillite souveraine en droit - Un Etat peut-il faire faillite ?», in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J., 2011, pp. 41-63

Horatia Muir WATT, «Conclusion générale», in *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J., 2011, pp. 271-275

Patrick WAUTELET, «Les fonds vautours. Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors: how to find a Balance?», in *Insolvabilité des états et dettes souveraines*, Mathias AUDIT, Paris, L.G.D.J. Lextenso Éditions, 2011, pp. 103-164

❖ Articles de doctrine

Viral ACHARYA, Itamar DRECHSLER, Philipp SCHNABL, « A Pyrrhic Victory?

Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk », *The Journal of Finance*, 2013.

Michel AGLIETTA, Caroline DENISE, « Les dilemmes du prêteur en dernier ressort international », *Revue française d'économie*, 1999, 14, pp. 35-85

Faisal Z. AHMED, Laura ALFARO, Noel MAURER, « Lawsuits and Empire: on the Enforcement of Sovereign Debt in Latin America », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 39-46

Frédéric ALLEMAND, « La faisabilité juridique des projets d'euro-obligations », *Revue trimestrielle de droit européen*, 2012, Vol. 48, pp. 553-594

Carlo Edoardo ALTAMURA, « La banque dans la tourmente : les banques françaises, la Banque de France et le marché de l'euro-dollar », *Histoire@Politique*, 2013, 19, pp. 101-113

Soren AMBROSE, « Social Movements and the Politics of Debt Cancellation », *Chicago Journal of International Law*, 2005, 6, pp. 267-285

Thierry ARACHTINGI, « Les contrats de crédit syndiqué à l'épreuve de la crise », *Revue Lamy Droit Civil*, 2009, 62, pp. 61-67

Douglas W. ARNER, Ross P. BUCKLEY, « Redesigning the Architecture of the Global Financial System », *Melbourne Journal of International Law*, 2010, 11, pp. 185-239

Carlos ARTETA, Galina HALE, « Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector », *Journal of International Economics*, 2008, 74, pp. 53-69

R.M. AUERBACK, « Sovereign debt - default and restructuring of debts owed to private creditors », *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2003, 18, pp. 440-452

Laurence BADEL, « Pour une histoire de la diplomatie économique de la France »,

Vingtième Siècle. Revue d'histoire, 2006, 2, pp. 169-185

Romain BARDY, « Le Mécanisme européen de stabilité et la BCE », *Revue des affaires européennes*, 2012.733-746

Barry C. BARNETT, Sergio J. GALVIS, Ghislain Jr. GOURAIGE, « On Third World Debt », *Harvard International Law Journal*, 1984, 83, pp. 83-151

Geneviève BASTID-BURDEAU, « L'exercice des compétences monétaires par les Etats », in *Recueil des cours de l'Académie de droit international de La Haye*, 1989, pp. pp. 211-369

Klaus Peter BERGER, « Renegotiation and Adaptation of International Investment Contracts: The Role of Contract Drafters and Arbitrators », *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2003, 36, pp.

Régis BISMUTH, « Dette des États et emprunts toxiques des collectivités locales : Destins croisés », *Revue Internationale des Services Financiers*, 2014, 2, pp. 7-10

———, « L'assistance financière du FMI aux Etats membres de la zone euro : de l'inconcevable au conventionnel », *Revue des affaires européennes*, 2012, 4, pp. 747-757

———, « L'assistance financière du FMI aux Etats membres de la zone euro : de l'inconcevable au conventionnel (ou comment "conventionnaliser" l'inconcevable) », *Revue des affaires européennes*, 2012.747-758

———, « L'émergence d'un "ordre public de la dette souveraine" pour et par le contrat d'emprunt souverain ? Quelques réflexions inspirées par une actualité très mouvementée », *Annuaire Français de Droit International*, 2012, LVIII, pp. 489-513

———, « Le système international de prévention des crises financières - Réflexions autour de la structure en réseau

du Forum de stabilité financière », *Journal du Droit International*, 2007, 1, pp. 57-83

———, « Les fonds souverains face au droit international. Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *Annuaire Français de Droit International*, 2010. pp. 567-606

Armin von BOGDANDY, Matthias GOLDMANN, « Die Restrukturierung von Staatsschulden als Ausübung internationaler öffentlicher Gewalt: Zur Möglichkeit der inkrementellen Entwicklung eines Staateninsolvenzrechts », *Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht*, 2013, 73, pp. 61-104

Patrick BOLTON, Jr. DAVID A. SKEEL, « Inside the Black Box: How Should a Sovereign Bankruptcy Framework Be Structured », *Emory Law Journal*, 2004, 53, pp. 763-822

Antoine BOLZE, « Origine publique des fonds = immunité d'exécution ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 5 mars 2014, pourvoi numéro 12-22.406 », *La Gazette du Palais*, 2014, 203, pp. 29-31

———, « Saisies sur les créances de l'État argentin : encore raté ! Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 11-10.450 et Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 10-25.938 », *La Gazette du Palais*, 2013, 186-187, pp. 23-24

Julien BOUCHER, « Le juge administratif et la combinaison des conventions internationales - Conseil d'État, assemblée, 23 décembre 2011, M. Eduardo José Kandyrine de Brito Paiva, n° 303678 », *Revue française de droit administratif*, 2012, 28, pp. 1-18

Michel BOUVIER, « La dette publique », *Revue française de Finances Publiques*, 2013, 123, pp.

- Michael BRADLEY, Mitu GULATI, « Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis », in *Third Draft* (2012)
- William W. BRATTON, « Pari Passu and a Distressed Sovereign's Rational Choices », *Emory Law Journal*, 2004, Vol. 53, pp. 823
- Claude BRENNER, « Renonciation à l'immunité d'exécution étatique : vérité un jour, erreur le lendemain ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 13 mai 2015, pourvoi numéro 13-17.751 », *La Gazette du Palais*, 2015, 248, pp. 11-12
- Régis BRETON, Caroline PINTO, Pierre-François WEBER, « Les banques, l'aléa moral et la dette publique », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 63-78
- Frédéric de BROUWER, « EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir », *Bulletin Joly Bourse*, 2014, 4, pp.
- Chris BRUMMER, « Why Soft Law Dominates International Finance — and not Trade », *Journal of International Economic Law*, 2010, 13, pp. 623-643
- Markus K. BRUNNERMEIER, Luis GARICANO, Philip R. LANE, Marco PAGANO, Ricardo REIS, Tano SANTOS, David THESMAR, Stijn Van NIEUWERBURGH, Dimitri VAYANOS, « European Safe Bonds: ESBies », 2011
- Lee C. BUCHHEIT, « A Quarter Century of Sovereign Debt Management: An Overview », *Georgetown Journal of International Law*, 2004, Vol. 35, pp. pp. 637-640
- , « The Sharing Clause as a Litigation Shield », *International Financial Law Review*, 1990, 9, pp. 15-16
- Lee C. BUCHHEIT, G. Mitu GULATI, « The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings », *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2013, 28, pp. 191-194
- , « Responsible Sovereign Lending and Borrowing », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 63-92
- Lee C. BUCHHEIT, Mitu G. GULATI, « Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges », *UCLA Law Review*, 2000, 48, pp. 59-84
- Lee C. BUCHHEIT, Mitu GULATI, Robert B. THOMPSON, « The Dilemma of Odious Debts », *Duke Law Journal*, 2007, 56, pp. 1201-1262
- Charlotte BUE, « La politique de développement de l'Union européenne : réformes et européanisation », *Critique internationale*, 2011, 53, pp. 83-99
- Jeremy BULOW, Kenneth ROGOFF, « The Buyback Boondoggle », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, 2, pp. 675-698
- Charles W CALOMIRIS, « The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next », *The Journal of Structured Finance*, 2009, 15, pp. 6-52
- Dominique CARREAU, « Dette d'Etat », *Dalloz - Répertoire de droit international*, 2009.
- , « Le rééchelonnement de la dette extérieure des Etats », *Journal du Droit International*, 1985, 112, pp. 5-48
- , « Monnaie », *Dalloz - Répertoire de droit international*, 2009.
- Julien CAZAL, « L'arbitrage multipartite devant les tribunaux CIRDI », *Les Cahiers de l'Arbitrage*, 2013, 4, pp. 951-965
- Florence CHALTIEL, « Le référendum en Grèce et le droit de l'Union », *Les Petites Affiches*, 2015, 149, pp. 8-14
- Simon CHESTERMAN, « The Turn to Ethics : Disinvestment From Multinational Corporations for Human Rights Violations – The Case of the Norway's Sovereign Wealth Fund », *American University International Law Review*, 2008, 23, pp. 577-615

- Pierre CHEVALIER, « Dossier documentaire : immunités d'exécution des Etats. Cour de cassation (France), civ. 1, 28 mars 2013 », *Revue Générale de Droit International Public*, 2013, 117, pp. 203-232
- Daniel COHEN, Richard PORTES, « Crises de la dette : prévention et résolution », Paris, La Documentation française, 2003
- Virginie COUDERT, Mathieu GEX, « Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée », *Revue de la Stabilité Financière*, 2013, 17, pp. 153-170
- James CROKE, « Chuaigh Ar La - Debt of a Gaelsman: Ireland's Sovereign Debt Crisis, National and International Responses », *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2012, 32, pp. 365-390
- Juan J. CRUCES, Christoph TREBESCH, « Sovereign Defaults: The Price of Haircuts », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2013, 5, pp. 85-117
- Pierre D'ARGENT, « La Commission des réclamations Erythrée/Ethiopie : suite et fin », *Annuaire Français de Droit International*, 2009, 55, pp. 279-297
- Jean D'ASPREMONT, « The Politics of Deformalization in International Law », *Goettingen Journal of International Law*, 2011, 3, pp. 503-550
- Steven A. DENNIS, Donald J. MULLINEAUX, « Syndicated loans », *Journal of Financial Intermediation*, 2000, 9, pp. 404-426
- Delphine DERO-BUGNY, Stéphanie FRANCO, Nicolas PETIT, Charlotte LOUSBERG, « Chronique - Cour de justice et Tribunal de l'Union européenne », *Journal du Droit International*, 2013, 2, pp.
- Eric DOR, « La Cour constitutionnelle de Karlsruhe suspecte les OMT d'être illégales », *Revue Banque*, 2014, 771, pp. 46-49
- Luis Maria DRAGO, « Les emprunts d'État et leurs rapports avec la politique internationale », *Revue Générale de Droit International Public*, 1907.36
- , « The State Loans in Their Relation to International Policy », *American Journal of International Law*, 1907, 1, pp. 692-726
- Mauricio DRELICHMAN, Hans-Joachim VOTH, « Lending to the borrower from Hell: Debt and Default in the Age of Philip II », *The Economic Journal*, 2011, 121, pp. 1205-1227
- Jonathan EATON, Mark GERSOVITZ, « Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis », *The Review of Economic Studies*, 1981, 48, pp. 289-309
- Christian ECKERT, « Le contrôle de la dette publique par le Parlement : un enjeu politique devenu majeur », *Revue française de Finances Publiques*, 2013, 123, pp. 3-20
- Mohamed A. EL-ERIAN, « Lorsque la dette souveraine des économies occidentales devient risquée », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 31-38
- Richard EULISS, « The Feasibility of the IMF's Sovereign Debt Restructuring Mechanism: An Alternative Statutory Approach to Mollify American Reservations », *American University International Law Review*, 2003, 19, pp. 107-151
- Marc FAVERO, « La standardisation contractuelle, enjeu de pouvoir entre les parties et de compétition entre systèmes juridiques », *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 2003, n° 3, pp. 429-448
- Adam FEIBELMAN, « Ecuador's sovereign default: a Pyrrhic victory for odious debt? », *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, 25, pp. 357-362
- Stanley FISCHER, « On the Need for an International Lender of Last Resort », *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 13, pp. 85-104

- Michel FLEURIET, « La localisation des activités de banque d'investissement », *Revue d'économie financière*, 2000, 57, pp. 127-134
- Jacques FONTANEL, Fanny COULOMB, « Spéculation internationale et régulation financière », *Annuaire Français de Relations Internationales*, 2006, Vol. VII, pp.
- Sharon E. FOSTER, « Too Big to Fail - Too Small to Compete: Systemic Risk Should Be Addressed through Antitrust Law but Such a Solution Will Only Work if It is Applied on an International Basis », *Florida Journal of International Law*, 2010, 22, pp. 31-64
- Philippe FOUCHARD, « Financement et endettement internationaux : aspects juridiques », *Journées de la Société de législation comparée*, 1986, Vol. 635, pp. 661-676
- Blaise GADANEZ, « The syndicated loan market: structure, development and implications », BIS, 2004
- Karlo Kondi GBANDI, « La Cour suprême des Etats-Unis et la dette souveraine de l'Argentine : l'examen des rapports d'amicus curiae de la France et du Brésil », Sentinelle, 2014
- Anna GELPERN, « What Iraq and Argentina Might Learn from Each Other », *Chicago Journal of International Law*, 2005, 6, pp. 391-414
- Anna GELPERN, Brad SETSER, « Domestic and External Debt: The Doomed Quest for Equal Treatment », *Georgetown Journal of International Law*, 2004, 35, pp. 795-814
- Fanny GIANSETTO, « Egalité de traitement ou hiérarchie entre créanciers ? », The Hague, Académie de droit international de La Haye, 2013
- , « Les fonds dits « vautours » et la dette souveraine . - Un nouvel enjeu de la régulation financière », *Cahiers de droit de l'entreprise*, 2012, 6, pp.
- François GIANVITI, « The Reform of the International Monetary Fund (Conditionality and Surveillance) », *The International Lawyer*, 2000, 34, pp. 107-116
- François GIANVITI, Anna O. KRUEGER, Jean PISANI-FERRY, André SAPIR, Jurgen Von HAGEN, « A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal », *Bruegel Blueprint Series*, 2010.
- Mario GIOVANOLI, « The reform of the international financial architecture after the global crisis », *N.Y.U. International Law and Politics*, 2009, Vol. 42, pp. 81-123
- Joseph GOLD, « Borrowing by the International Monetary Fund from Nonofficial Lenders », *The International Lawyer*, 1986, 20, pp. 455-483
- Sean HAGAN, « Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt », *Georgetown Journal of International Law*, 2005, 36, pp. 299-402
- Hugo J. HAHN, « Public foreign debts and international law », *Law and state : a biannual coll. of recent German contributions to these fields*, 1986, 33, pp. 7-26
- John W. HEAD, « Evolution of the governing law for loan agreements of the World Bank and other multilateral development banks », *American Journal of International Law*, 1996, Vol. 90, pp. 214-234
- , « The Global Financial Crisis of 2008-2009 in Context - Reflections on International Legal and Institutional Failings, "Fixes", and Fundamentals », *Global Business & Development Law Journal*, 2010, 23, pp. 43-112
- Tomas HELLEBRANDT, Adam S. POSEN, Marilyne TOLLE, « La clé d'un assainissement budgétaire réussi : coopération ou confrontation avec la politique monétaire ? », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 145-157

- Eric HELLEINER, « A Bretton Woods moment? The 2007-2008 crisis and the future of global finance », *International Affairs*, 2010, 86, pp. 619-636
- , « The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism », *Contributions to Political Economy*, 2008, 27, pp. 91-113
- Robert HOWSE, Ruti TEITEL, « Beyond Compliance: Rethinking Why International Law Really Matters », *Global Policy*, 2010, 1, pp. 127-136
- Thomas M HUMPHREY, Robert E KELEHER, « The Lender of Last Resort: A Historical Perspective », *Cato Journal*, 1984, 4, pp. 275-321
- Jun INOUE, « Internationally Shared Goals and National Governments : a Case Study of France and Financing for Development », *Hitotsubashi Journal of Law and Politics*, 2010, 38, pp. 1-11
- Daphné JOSSELIN, « Regime Interplay in Public-Private Governance: Taking Stock of the Relationship Between the Paris Club and Private Creditors Between 1982 and 2005 », *Global Governance*, 2009, 15, pp. 521-538
- Raphaël KAMINSKY, Joseph DALMASSO, « Une révolution en marche dans le droit des immunités - La fin des régimes spéciaux pour les immunités diplomatiques et l'arbitrage international ? », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2015, 38, pp. 22-25
- Ethan B. KAPSTEIN, « Resolving the Regulator's Dilemma: International Coordination of Banking Regulations », *International Organization*, 1989, 43, pp. 323-347
- Peter B. KENEN, « The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives », *International Finance*, 2002, 5, pp. 23-45
- David KENNEDY, « When Renewal Repeats: Thinking against the Box Millenium Issue: Shaping the Parameters of International Law in the New Millennium », *New York University Journal of International Law and Politics*, 2000, 32, pp. 335-500
- Anne O. KRUEGER, Sean HAGAN, « Sovereign Workouts: An IMF Perspective », *Chicago Journal of International Law*, 2005, Vol. 6, pp. 203-218
- Zdenek KUDRNA, « Cross-Border Bank Resolution of Failed Banks in the European Union After the Crisis: Business as Usual », *Journal of Common Market Studies*, 2012, Vol. 50, pp. pp. 283-299
- Malik LAAZOUZI, « La neutralisation de la renonciation conventionnelle à l'immunité d'exécution de l'État étranger en France ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, Société NML Capital contre République argentine et Total Austral, pourvoi numéro 10-25.938 ; contre République argentine, pourvoi numéro 11-13.323 ; contre République argentine et BNP Paribas, pourvoi numéro 11-10.450 », *Revue des contrats*, 2013, 4, pp. 1485-1497
- Jean-François LACHAUME, « Jurisprudence française concernant le droit international », *Annuaire Français de Droit International*, 1972, 18, pp. 939-940 et 979
- Aurore LAGET-ANNAMAYER, Jean-Marc SOREL, « Le meccano de l'euro: les multiples contraintes d'une monnaie pas comme les autres », *Revue Générale de Droit International Public*, 2013, 117, pp. 833-870
- Jean-Pierre LANDAU, « Quelle politique pour la dette souveraine ? », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 213-223
- Rosa M LASTRA, « The role of the IMF as a global financial authority », *European Yearbook of International Economic Law*, 2011, 2, pp. 121-136
- Rosa María LASTRA, « Systemic risk, SIFIs and financial stability », *Capital Markets Law Journal*, 2011, 6, pp. 197-213

Sophie LEMAIRE, « L'arbitrage d'investissement et la restructuration de dettes souveraines (de l'expérience argentine au cas grec) », *Revue de l'Arbitrage*, 2014, 2014, pp. 53-73

———, « Sur la compétence et la recevabilité : l'acquisition de titres d'État constitue un investissement. Une action de masse peut être tranchée par un tribunal CIRDI ; Note sous Centre international de règlement des différends sur l'investissement, décision sur la compétence et la recevabilité, 4 août 2011, Abaclat et autres contre République d'Argentine », *Revue de l'Arbitrage*, 2013, 2, pp. 478-487

Benjamin LEMOINE, « Dette publique, débat confisqué. Pourquoi la France emprunte-t-elle sur les marchés ? », *La Vie des idées*, 2013.

———, « Les « dealers » de la dette souveraine », *Sociétés contemporaines*, 2013, 4, pp. 59-88

Denis LEVY, « L'arrêt de la Cour Internationale de Justice dans l'affaire relative à certains emprunts norvégiens (France c. Norvège) », *Annuaire Français de Droit International*, 1957, 3, pp. 152-163

André MALLARME, « L'arbitrage vénézuélien devant la Cour de la Haye (1903-1904) », *Revue Générale de Droit International Public*, 1906.423-500

Sébastien MANCIAUX, « Note sous CIRDI, Abaclat et autre contre Argentine (ARB/07/5), décision sur la compétence et la recevabilité, 4 août 2011 », *Journal du Droit International*, 2012, 1, pp. 286-314

Gilles de MARGERIE, Hubert de VAUPLANE, « Les défauts du défaut : Quelques clefs pour comprendre la crise de la dette souveraine », *En Temps Réel*, 2011, 48, pp.

Franck MARMOZ, « Les emprunts "toxiques" souscrits par les collectivités territoriales : quelle réponse juridique ? »,

Revue française de Finances Publiques, 2012, n° 120, pp. 89-103

Rutzel Silvestre J. MARTHA, « International Organizations as Sovereign Bondholders: An Unexplored Dimension of the Sovereign Debt Crisis », *Manchester Journal of International Economic Law*, 2013, 10, pp. 2-18

———, « Preferred Creditor Status under International Law: The Case of the International Monetary Fund », *The International and Comparative Law Quarterly*, 1990, 39, pp. 801-826

Francesco MARTUCCI, « La Grèce et la crise de dette souveraine . - En attendant Godot, allons voir Godeau », *La Semaine Juridique Edition Générale*, 2015, 29, pp. 851-852

———, « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, traité instituant le mécanisme européen de stabilité. Le droit international public au secours de l'UEM », *Revue des affaires européennes*, 2012.717-732

Richard MARTY, « Les clauses d'événements défavorables et de déchéance du terme dans les contrats de financement. Material adverse change and Cross default clauses », *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2011, n° 12, pp. 29-37

Pascale MASSOT, « Globalisation économique et fragmentation de la décision politique : le cas des fonds souverains chinois », *Revue internationale de politique comparée*, 2011, Vol. 18, pp. 201-230

Alberto de Gregorio MERINO, « Legal developments in the Economic and Monetary Union during the debt crisis: The mechanisms of financial assistance », *Common Market Law Review*, 2012, 49 pp. 1613-1645

Silvia MERLER, Jean PISANI-FERRY, « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro »,

- Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 225-235
- Kris James MITCHENER, Marc D. WEIDENMIER, « Supersanctions and sovereign debt repayment », *Journal of International Money and Finance*, 2010, 29, pp. 19-36
- Yeva S. NERSISYAN, Wray L. RANDALL, « Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, 2011, 116, pp. 173-190
- Ellie NORTON, « International Investment Arbitration and the European Debt Crisis », *Chicago Journal of International Law*, 2012, Vol. 13, pp. pp. 291-316
- Christopher G. OECHSLI, « Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debt: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act », *Virginia journal of international law*, 1981, 21, pp. 305-342
- Rodrigo OLIVARES-CAMINAL, « Is there a need for an international insolvency regime in the context of sovereign debt? A case for the use of corporate debt restructuring techniques », *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2009, 24, pp. 21-34
- Bruno OPPETIT, « L'adaptation des contrats internationaux aux changements de circonstances : la clause de hardship », *Journal de Droit International*, 1974, 794-814
- Sule ÖZLER, « Have Commercial Banks Ignored History? », *American Economic Review*, 1993, 83, pp. 608-620
- Ugo PANIZZA, Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, « The Economics and Law of Sovereign Debt and Default », *Journal of Economic Literature*, 2009, 47, pp. 651-698
- Christoph G. PAULUS, « The Interrelationship of Sovereign Debt and Distressed Banks: A European Perspective », *Texas International Law Journal*, 2014, 49, pp. 201-219
- , « Jüngste Entwicklungen im Insolvenzrecht », *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2013, 67, pp. 489-536
- , « A Resolvency Proceeding for Defaulting Sovereigns », *International Insolvency Law Review*, 2012.
- , « Sovereign Defaults to be Solved by Politicians or by a Legal Proceeding? », *Law and Economics Yearly Review*, 2012, 1, pp. 203-233
- , « Staatspleite, Anleihenprozess, UN-Vollversammlung », *Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht*, 2014, 47, pp. 2315-2317
- Thomas PHILIPPON, Christian HELLWIG, « Eurobills, not Eurobonds », 2011
- Bruno POULIN, « Restructuration des dettes souveraines et traités bilatéraux de promotion et de protection des investissements ; Note sous Abaclat and Others v. The Argentine Republic, affaire CIRDI number ARB/07/05, décision sur la compétence et la recevabilité en date du 4 août 2011 », *Les Cahiers de l'Arbitrage*, 2011.1059-1068
- Philip J. POWER, « Sovereign Debt: The Rise of the Secondary Market and Its Implications for Future Restructurings », *Fordham Law Review*, 1996, 64, pp. 2701-2772
- Steven RADELET, Jeffrey SACHS, « The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, 29, pp. 1-90
- Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, «Errata: "Growth in A Time of Debt"», (Harvard University, 2013)
- , « From Financial Crash to Debt Crisis », *The American Economic Review*, 2011, 101, pp. 1676-1706
- , « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2010, 100, pp. 573-578

- Christine RICHMOND, Daniel A. DIAS, «Duration of Capital Market Exclusion: Stylized Facts and Determining Factors», (2008)
- E. Walter ROBICHEK, « International Monetary Fund: An Arbiter in the Debt Restructuring Process », *Columbia Journal of Transnational Law*, 1984, 23, pp. 143-154
- Kenneth ROGOFF, « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 13, pp. 21-42
- Andrew K. ROSE, « One Reason Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade », *Journal of Development Economics*, 2005, 77, pp. 189-206
- Jeffrey SACHS, Aaron TORNELL, Andrés VELASCO, « The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold? », *Journal of International Economics*, 1996, 41, pp. 265-283
- Otto SANDROCK, « Is international arbitration inept to solve disputes arising out of international loan agreements? », *Journal of International Arbitration*, 1994, 11, pp. 33-60
- Carlo SANTULLI, « L'Euro : analyse juridique de la "crise de la dette" », *Revue Générale de Droit International Public*, 2011, 115, pp. 19
- Emmanuelle SAULNIER-CASSIA, « Le Traité instituant le mécanisme européen de stabilité et le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Europe, sous contrôles constitutionnels », *Revue trimestrielle de droit européen*, 2013, 1, pp. 160-163
- Stephan W. SCHILL, « International Investment Law and the Host State's Power to Handle Economic Crises », *Journal of International Arbitration*, 2007, 24, pp. 265-286
- Steven L. SCHWARCZ, « Looking Forward: 2005-2010 - A Sovereign Debt Restructuring Reverie », *Chicago Journal of International Law*, 2005, 6, pp. 381-390
- , « Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach », *Cornell Law Review*, 2000, 85, pp. 956-1034
- Bénédicte SERBINI, « Les enjeux de la restructuration de la dette souveraine grecque pour le mécanisme européen de stabilité », *Cahiers du Laboratoire d'économie appliquée au développement*, 2011.
- Jérôme SGARD, « The IMF meets commercial banks : sovereign debt restructurings between 1970 and 1989 », *mimeo*, 2012.
- , « Restructurer les dettes souveraines : la méthode efficace du FMI », *L'Économie politique*, 2012, 3, pp. 79-92
- Masaaki SHIRAKAWA, «Soutenabilité de la dette publique : condition préalable à la stabilité du système financier et des prix», in *Dettes publiques, politique monétaire et stabilité financière*, Revue de la stabilité FINANCIERE, Paris, Banque de France, 2012, pp. 189-202
- Helmut SIEKMANN, Vikrant VIG, Volker WIELAND, « The ECB's Outright Monetary Transactions in the Courts », Frankfurt, Institute for Monetary and Financial Stability, 2015
- Denys SIMON, « L'Europe monétaire et financière devant ses juges : la réponse de la Cour de justice à la Cour constitutionnelle allemande », *Europe*, 2015, 8-9, pp. 5-8
- , « La réponse du berger à la bergère : suite du dialogue Luxembourg/Karlsruhe », *Europe*, 2015, 7, pp. 1-2
- Jean-Marc SOREL, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier »,

Annuaire Français de Droit International, 2006.481-504

———, « Sur quelques aspects juridiques de la conditionnalité du FMI et leurs conséquences », *European Journal of International Law*, 1996, 7, pp. 42-66

Christopher SPINK, John GEDDIE, « IMF Set to be Dragged into Greek Official Sector Involvement », *International Financing Review*, 2013.

Daniella STRIK, « Investment Protection of Sovereign Debt and Its Implications on the Future of Investment Law in the EU », *Journal of International Arbitration*, 2012, Volume 29, pp. 183-204

Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, « Creditors' Losses versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crisis », *Journal of the European Economic Association*, 2007, 5, pp. 343-351

Daniel K. TARULLO, « The Role of the IMF in Sovereign Debt Restructuring », *Chicago Journal of International Law*, 2005, Vol. 6, pp. 287-309

Jean-Marie THIVEAUD, « Crises et cycles, visions de l'histoire, du temps et de l'argent : Essai de généalogie d'un modèle épistémologique », *Revue d'économie financière*, 1993, 26, pp. 391-416

Jean TIROLE, « La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp. 253-272

Sébastien TOUZE, « L'affaire des emprunts russes devant la Cour européenne des droits de l'homme », *Revue trimestrielle des droits de l'homme*, 2003, 15, pp. 283-316

Baptiste TRANCHANT, « Jurisprudence française en matière de droit international public », *Revue Générale de Droit International Public*, 2015, 1, pp. 302-308

Amos TVERSKY, Daniel KAHNEMAN, « The Framing of Decisions and the Psychology

of Choice », *Science*, 1981, 211, pp. 453-458

Laurence USUNIER, « La coutume internationale invoquée pour anticiper l'entrée en vigueur d'une convention internationale ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 10-25.938, Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 11-10.450 et Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, pourvoi numéro 11-13.323 », *Revue Trimestrielle de Droit Civil*, 2014, 2, pp. 319-323

Hubert de VAUPLANE, « Le rôle du juge pendant la crise : entre ombre et lumière », *Revue des affaires européennes*, 2012.773-778

———, « Pourquoi la Grèce n'est-elle pas juridiquement en défaut ? », *Revue Banque*, 2011, 742-743, pp. 116-119

Francisco Orrego VICUÑA, « Of Contracts and Treaties in the Global Market », *Max Planck Yearbook of United Nations Law*, 2004, 8, pp. 341-357

Noel G. VILLAROMAN, « Debt Servicing and its Adverse Impact on Economic, Social and Cultural Rights in Developing Countries », *Journal of Human Rights*, 2010, 9, pp. 487-501

Michael WAIBEL, « Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration », *American Journal of International Law*, 2007, 101, pp. 711-759

———, « Two Worlds of Necessity in ICSID Arbitration: CMS and LG&E », *Leiden Journal of International Law*, 2007, 20, pp. 637-648

Horatia Muir WATT, « Immunité d'exécution ; Note sous Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, société NML Capital contre République argentine, pourvoi numéro 10-25.938 », *Revue critique de droit international privé*, 2013, 3, pp. 671-677

Pierre-François WEBER, « (Re)structuration des dettes souveraines - Où en est-on ? », *Revue de la Stabilité Financière*, 2005, 7, pp. 115-135

Philippe WECKEL, Miranda METOU, Tidiani COUMA, « Chronique de jurisprudence internationale », *Revue Générale de Droit International Public*, 2012, 3, pp. 711-736

W. M. C. WEIDEMAIE, « Sovereign debt after NML v Argentina », *Capital Markets Law Journal*, 2013, 8, pp. 123-131

W. Mark C. WEIDEMAIER, « Contracting for State Intervention: The Origins of Sovereign Debt Arbitration », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 335-355

Laura WEILLER, « Revirement : abandon de l'exigence du caractère spécial de la renonciation à l'immunité d'exécution », *Procédures*, 2015, 7, pp. 22-23

Philip R. WOOD, « Essay: Sovereign Syndicated Bank Credits in the 1970s », *Law and Contemporary Problems*, 2010, 73, pp. 7-28

Jeromin ZETTELMEYER, Christoph TREBESCH, Mitu GULATI, « The Greek Debt Restructuring: An Autopsy », *Economic Policy*, 2013, 28, pp. 513-563

❖ Conférences, colloques

Jean-Antoine-Nicolas de CARITAT, Marquis de CONDORCET, *Oeuvres complètes de Condorcet*, Paris, 1804

Mireille DELMAS-MARTY, « Etudes juridiques comparatives et internationalisation du droit », in *Leçon inaugurale au Collège de France* (Paris: Librairie Fayard, 2003)

Anne KRUEGER, « International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », in *National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute*, ed. by

International Monetary FUND (Washington, D.C.: 2001)

Sebastián Nieto PARRA, « Who saw Sovereign Debt Crises coming? », Paris, OECD, 2008

Jeffrey SACHS, « Do We Need an International Lender of Last Resort? », in *Frank D. Graham Lecture* (Princeton University: 1995)

Joseph STIGLITZ, « Principles for a New Financial Architecture », in *General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* (The Commission of Experts of the President of the UN, 2009)

Roberto Dañino ZAPATA, « Why Treaties Matter? », London, 2006

❖ Textes et instruments des organisations internationales

Mark ALLEN, Danny LEIPZIGER, « Enhancing Collaboration: Joint Management Action Plan (JMAP) », Washington D.C., International Monetary Fund and the World Bank, 2007

Comité de Bâle sur le contrôle BANCAIRE, « Banques d'importance systémique mondiale : méthodologie révisée d'évaluation et exigence additionnelle de capacité d'absorption des pertes », Bâle, Banque des règlements internationaux, 2013

Torbjörn BECKER, Anthony RICHARDS, Yungyong THAICHAROEN, « Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly? », Washington D.C., International Monetary Fund, 2001

Ran BI, Marcos CHAMON, Jeromin ZETTELMEYER, « The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings », Washington D.C., IMF, 2011

- Financial Stability BOARD, « Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision », Washington D.C., IMF, 2010
- Patrick BOLTON, « Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World », Washington D.C., International Monetary Fund, 2003
- Patrick BOLTON, Olivier JEANNE, « Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of a Bankruptcy Regime », Washington D.C., International Monetary Fund, 2007
- Eduardo BORENSZTEIN, Marcos CHAMON, Olivier JEANNE, Paolo MAURO, Jeromin ZETTELMEYER, « Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention », Washington D.C., International Monetary Fund, 2004
- Eduardo BORENSZTEIN, Ugo PANIZZA, « The Costs of Sovereign Default », Washington D.C., International Monetary Fund, 2009
- Michel BOUCHET, Amit GHOSE, « Co-Financing Transactions between Multilateral Institutions and International Banks », Paris, OECD, 1992
- BRI, « 84e Rapport annuel de la BRI. IV. Dette et cycle financier : perspectives nationales et mondiales », Basel, Bank for International Settlements, 2014
- , « Deuxième rapport annuel », Bâle, Banque des règlements internationaux, 1932
- Thomas M. CALLAGHY, « Innovation in the Sovereign debt regime : from the Paris club to enhanced HIPC and beyond », Washington, D.C., World Bank, 2002
- Richard CANTOR, « Ratings and regulation », Basel, Bank for International Settlements, 2013
- Jaime CARUANA, « Debt: the view from Basel », Basel, Bank for International Settlements, 2015
- Marco COMMITTERI, Francesco SPADAFORA, « You Never Give Me Your Money? Sovereign Debt Crises, Collective Action Problems, and IMF Lending », IMF, 2013
- Enrique COSIO-PASCAL, « The Emerging Of A Multilateral Forum For Debt Restructuring: The Paris Club », UNCTAD, 2008
- Carlo COTTARELLI, Lorenzo FORNI, Jan GOTTSCHALK, Paolo MAURO, « Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely », Washington D.C., International Monetary Fund, 2010
- Udaibir S. DAS, Michael G. PAPAIOANNOU, Christoph TREBESCH, « Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts », International Monetary Fund, 2012
- Commission EUROPEENNE, « Livre vert sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité », Bruxelles, Commission européenne, 2011
- Marc FLANDREAU, Norbert GAILLARD, Frank PACKER, « To err is human: rating agencies and the interwar foreign government debt crisis », Bank of International Settlement, 2010
- FMI, « Manuel sur la transparence des finances publiques », (Washington D.C.: International Monetary Fund, 2007)
- , « Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism », Washington D.C., International Monetary Fund, 2003
- , « Statistiques de la dette extérieure. Guide pour les statisticiens et les utilisateurs », Washington D.C., Fonds monétaire international, 2003
- G10, « The resolution of sovereign liquidity crisis », 1996
- R. Gaston GELOS, Ratna SAHAY, Guido SANDLERIS, « Sovereign Borrowing by

- Developing Countries: What Determines Market Access? », Washington D.C. , International Monetary Fund, 2004
- François GIANVITI, « The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002
- Mathias GOLDMANN, « Responsible Sovereign Lending and Borrowing: The View from Domestic Jurisdictions », Heidelberg, United Nations Conference on Trade and Development, 2012
- Independent Evaluation GROUP, « Debt Relief for the Poorest: An Evaluation Update of the HIPC Initiative », Washington D.C., World Bank, 2006
- Jacob GYNTELBERG, Peter HÖRDAHL, Kristyna TERS, Jörg URBAN, « Intraday dynamics of euro area sovereign CDS and bonds », Basel, Bank for International Settlements, 2013
- Sean HAGAN, José VIÑALS, « Resolution of Cross-Border Banks: A Proposed Framework for Enhanced Coordination », Washington D.C., International Monetary Fund, 2010
- IMF, « Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts—Encouraging Greater Use », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002
- , « Fund Policy on Lending into Arrears to Private Creditors - Further Consideration of the Good Faith Criterion », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002
- , « The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt - Preliminary Considerations », Washington D.C., International Monetary Fund, 2014
- , « Greece: An Update of IMF Staff's Preliminary Public Debt Sustainability Analysis », Washington D.C., International Monetary Fund, 2015
- , « Greece: Preliminary Draft Debt Sustainability Analysis », Washington D.C., International Monetary Fund, 2015
- , « Guidelines on Conditionality », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002
- , « IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors », Washington D.C., International Monetary Fund, 1999
- , « Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013
- , « Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013
- Commission du droit INTERNATIONAL, « ILC Report of the Commission to the General Assembly on the work of its thirty-third session », New York, United Nations, 1981
- INTOSAI, « Numéro spécial sur le XXIIe INCOSAI », *Revue internationale de la vérification des comptes publics*, 2014, 41, pp. 72-88
- Serge JEANNEAU, « Objectifs et dispositifs de stabilité financière : dernières évolutions », Bâle, Banque des règlements internationaux, 2014
- Lars KALDEREN, Hans BLOMMESTEIN, « Rôle et structure des offices de gestion de la dette », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2002
- Signe KREINER, « Gestion de la dette publique et titres détenus : grandes orientations et caractéristiques », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2002
- Anne KRUEGER, « A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », Washington, D.C., International Monetary Fund, 2002

- Jacques de LAROSIERE, « The High-Level Group Report on Financial Supervision in the EU », Bruxelles, 2009
- Carlos MEDEIROS, Magdalena POLAN, Parmeshwar RAMLOGAN, « A Primer on Sovereign Debt Buybacks and Swaps », Washington D.C., International Monetary Fund, 2007
- Banque MONDIALE, « Manuel du service de la dette », Washington D.C., World Bank, 2009
- Société des NATIONS, « Rapport du Comité pour l'étude des contrats d'emprunts internationaux », Genève, Publications de la SDN, 1939
- United NATIONS, « Recommendations of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System », New York, United Nations, 2009
- OCDE, « Améliorer la viabilité des finances publiques », in *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2009*, Paris, Éditions OCDE, 2010,
- , « Coopération pour le développement 2013 : Mettre fin à la pauvreté », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2013
- , « La gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'État au XXI^e siècle », Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2002
- , « Transparence budgétaire : les meilleurs pratiques de l'OCDE », Paris, OCDE, 2002
- Fabia PANETTA, Thomas FAEH, Giuseppe GRANDE, Corinne HO, Michael KING, Aviram LEVY, Federico M. SIGNORETTI, Marco TABOGA, Andrea ZAGHINI, « An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes », Bank for International Settlements, 2009
- Club de PARIS, « Rapport annuel d'activité », Paris, Club de Paris, 2013
- Christoph G. PAULUS, Steven T. KARGMAN, « Reforming the Process of Sovereign Debt Restructuring: A proposal for a Sovereign Debt Tribunal », New York, United Nations, 2008
- Carmen M. REINHART, Kenneth S. ROGOFF, « Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten », Washington D.C., International Monetary Fund, 2013
- Kenneth ROGOFF, Jeromin ZETTELMEYER, « Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001 », Washington D.C., International Monetary Fund, 2002
- UN SECRETARY-GENERAL, « External debt sustainability and development », 2014
- Bank for International SETTLEMENTS, « Guide to the international financial statistics », Basel, Bank for International Settlements, 2009
- , « Sovereign risk: a world without risk-free assets? », Basel, Bank for International Settlements, 2013
- Working Group on Financial STABILITY, « Financial Reform: A Framework for Financial Stability », G30, 2009
- David Rockefeller Center for Latin American STUDIES, « Living with debt. How to Limit the Risks of Sovereign Finance », Washington D.C., Inter-American Development Bank, 2006
- Federico STURZENEGGER, Jeromin ZETTELMEYER, « Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005 », Washington D.C., International Monetary Fund, 2005
- IMF SURVEY, « IMF needs to do far more to help countries learn from each other's success and failures: interview with Mark Allen », Washington, D.C., International Monetary Fund, 2004

Christoph TREBESCH, « The Cost of Aggressive Sovereign Debt Policies: How Much is the Private Sector Affected? », Washington D.C., International Monetary Fund, 2009

UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, New York, United Nations, 2005

UNCTAD, *The History of UNCTAD: 1964-1984*, New York, United Nations, 1985

———, « Selected Issues Relating to the Establishment of Common Norms in Future Debt Reorganizations », Geneva, UN Conference on Trade and Development, 1977

———, « Sovereign debt crises and restructurings: Lessons learnt and proposals for debt resolution mechanisms », in *25 October 2012, The ECOSOC Chamber, UN Headquarters*, ed. by United Nations (New York: Special event of the Second Committee of the General Assembly 2012)

———, « Sovereign Debt Workouts: Going Forward. Roadmap and Guide », Vienna, United Nations, 2015

———, « Trade and Development Report », New York, United Nations Conference on Trade and Development, 1986

———, « Trade and Development Report. Financial Instability. Growth in Africa », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 1998

———, « Trade and Development Report. Global Governance and Policy Space for Development », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2014

———, « Trade and Development Report. Global Trends and Prospects, Financial Architecture », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2001

———, « Trade and Development Report. Responding to the Global Crisis. Climate

Change Mitigation », Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2009

❖ **Rapports et documents nationaux**

AFT, « Charte Spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) », Paris, Agence France Trésor, 2012

Kathrin BERENSMANN, « Involving Private Creditors in the Prevention and Resolution of International Debt Crises », Bonn, German Development Institute, 2003

Patrick BOLTON, Olivier JEANNE, « Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of Seniority », National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 2005

BUNDESFINANZMINISTERIUM, « Zur Auflösung der Bundeswertpapierverwaltung: Ein Rückblick auf die Schuldenverwaltung in Deutschland von 1820 bis 2006 », Berlin, Bundesministerium der Finanzen, 2006

Bertrand COUILLAULT, Pierre-François WEBER, « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », Paris, Banque de France, 2003

Council of Economic EXPERTS, « Annual report », Berlin, Bundesministerium der Finanzen, 2011

Institute of International FINANCE, « Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring & Addendum », Institute of International Finance, 2012

Banque de FRANCE, « De la crise financière à la crise économique », *Documents et débats*, 2010, 3, pp.

———, « Dette publique, politique monétaire et stabilité financière », *Revue de la Stabilité Financière*, 2012, 16, pp.

———, « La crise de la dette souveraine », *Documents et débats*, 2012, 4, pp.

———, « La crise financière », *Documents et débats*, 2009, 2, pp.

———, *Les produits dérivés de gré-à-gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques*, Paris, Banque de France, 2013

Richard GITLIN, Brett HOUSE, « A blueprint for a Sovereign Debt Forum », 2014

Andy HALDANE, « Private Sector Involvement in Financial Crises: Analytics and Public Policy Approaches », London, Bank of England, 1999

ICMA, « ICMA Sovereign bond consultation paper », Zurich, International Capital Market Association, 2010

———, « ICMA Sovereign bond consultation paper », Zurich, International Capital Market Association, 2013

———, « ICMA Sovereign bond consultation paper supplement », Zurich, International Capital Market Association, 2014

Didier MIGAUD, Alain LEVIONNOIS, « La gestion de la dette publique locale », Paris, Cour des comptes, 2011

Aymeri de MONTESQUIOU, « Agences de notation: pour une profession réglementée », Paris, Sénat, 2012

Bianca De PAOLI, Glenn HOGGARTH, Victoria SAPORTA, « Costs of sovereign default », Bank of England, 2006

Michel PEBEREAU, « Rompre avec la facilité de la dette publique », Paris, Commission sur la dette publique, 2006

James Brown SCOTT, « The Venezuelan Preferential Case between Germany, Great Britain, Italy and Venezuela et al. », New York, Carnegie Endowment for International Peace, 1916

Curt TARNOFF, Alex TIERSKY, « State, Foreign Operations Appropriations: A

Guide to Component Accounts », Washington D.C., Congress, 2014

Yves TAVERNIER, « Rapport d'information sur les activités et le contrôle du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale », Assemblée nationale, 2000

Jakob von WEIZSÄCKER, Jacques DELPLA, « The Blue Bond Proposal », Bruxelles, Bruegel, 2010

❖ **Dictionnaires, encyclopédies, commentaires d'articles**

Régis BISMUTH, « Dette de l'État (droit) », in *Dictionnaire Encyclopédique de l'État*, François HERVOUËT, Pascal MBONGO and Carlo SANTULLI, Paris, Berger-Levrault, 2014, pp. 230-233

Céline BLOUD-REY, « Standard », in *Dictionnaire de la culture juridique*, Denis ALLAND and Stéphane RIALS, Paris, P.U.F., 2003, pp. 1439-1441

Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, Paris, Presses universitaires de France, 2014

Le Petit Robert : dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française, « », (2015)

Alain PELLET, « Article 38 », in *The Statute of the International Court of Justice : a Commentary*, Christian TAMS, Andreas ZIMMERMANN, Karin OELLERS-FRAHM and Christian TOMUSCHAT, Oxford, Oxford University Press, 2012, pp. 731-870

Alain REY, « Crise », in *Dictionnaire culturel en langue française*, Alain REY, Paris, Le Robert, 2005, pp. 1999-2003

———, « Dictionnaire culturel en langue française », (Paris: Dictionnaire Le Robert, 2005)

Trésor de la langue française. Dictionnaire de la langue du XIXe et du XXe siècle (1789-1960), « », ed. by Paul IMBS (Paris: Editions du CNRS, 1979)

❖ **Articles et conférences de presse**

Marie CHARREL, «Grèce : le retour sur les marchés, une opération très politique», *Le Monde*, 09.04.2014, 2014

Eric CHOL, Romaric GODIN, «L'Allemagne a remboursé ses dernières dettes datant de la 1ère Guerre mondiale», *La Tribune*,

ISDA, «ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to The Hellenic Republic (Greece)», (2012)

———, «ISDA Statement on CDS Credit Event Process», (2011)

Jürgen KAISER, Adele WEBB, « The biblical Jubilee and modern state insolvency », Berlin, Erlassjahr.de, 2010

Claude MEYER, « Le succès éclatant, mais ambigu, de la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures », *Le Monde*, 2015.

Jérôme SGARD, « Crise de la dette souveraine : l'action multilatérale après le rejet de la proposition Krueger », *La lettre du Centre d'études prospectives et d'informations internationales*, 2003, 223, pp.

Joseph E. STIGLITZ, Martin GUZMAN, « A Fair Hearing for Sovereign Debt », *Project Syndicate*, 2015.

UNCTAD, «United Nations General Assembly adopts basic principles on sovereign debt restructuring», (Geneva: 11 septembre 2015)

Jurisprudence

Cour permanente de Justice internationale, Cour internationale de Justice

Cour permanente de Justice internationale, *Affaire relative à certains intérêts allemands en Haute-Silésie polonaise, Fond*, arrêt du 25 mai 1926, Rec. série A, n°7, p. 19

Cour permanente de Justice internationale, *Affaires des emprunts serbes et brésiliens*, arrêts n°14 et 15 du 22 juillet 1929, Rec., série A, n°20/21

Cour internationale de Justice, *Affaire relative à certains emprunts norvégiens (France c. Norvège)*, arrêt du 6 juillet 1957, Rec. CIJ 1957, p. 9

Cour internationale de Justice, *Affaires du Sud-Ouest africain (Éthiopie c. Afrique du Sud ; Libéria c. Afrique du Sud), Exceptions préliminaires*, arrêt du 21 décembre 1962, Rec. CIJ 1962, p. 319

Cour internationale de Justice, *Affaire des essais nucléaires (Nouvelle-Zélande c. France)*, arrêt du 20 décembre 1974, Rec. CIJ 1974, p. 457

Cour internationale de Justice, *Affaire de la délimitation maritime et des questions territoriales entre Qatar et Bahreïn (Qatar c. Bahreïn), Compétence et recevabilité*, arrêt du 1^{er} juillet 1994, Rec. CIJ 1994, p. 112

Cour internationale de Justice, *Affaire relative au projet Gabčíkovo-Nagymaros (Hongrie/Slovaquie)*, arrêt du 25 septembre 1997, Rec. CIJ 1997, p. 7

Cour internationale de Justice, *Affaire Ahmadou Sadio Diallo (République de Guinée c. République démocratique du Congo), Indemnisation due par la République démocratique du Congo à la République de Guinée*, arrêt du 19 juin 2012, Rec. CIJ 2012, p. 324

Cour européenne des droits de l'homme

C-370/12, *Thomas Pringle contre Gouvernement of Ireland, Ireland et The Attorney General*, Arrêt de la Cour (assemblée plénière) du 27 novembre 2012

C-62/14C, *Peter Gauweiler et autres contre Deutscher Bundestag*, Arrêt de la Cour (grande chambre) du 16 juin 2015

Sentences arbitrales CIRDI, CNUDCI

Abaclat and others v Argentine Republic (formerly Giovanna a Beccara and others), affaire CIRDI n° ARB/07/5, sentence sur la compétence et la recevabilité, 4 août 2011

Ambiente Ufficio S.p.A. and others v Argentine Republic (formerly Giordano Alpi and others v Argentine Republic), affaire CIRDI n° ARB/08/9, opinion dissidente de Santiago Torres Bernárdez, 2 mai 2013

BG Group Plc. v. The Republic of Argentina, CNUDCI, Motion for leave to file brief Amicus Curiae of the United States Council for International Business (in support of petitioner), 30 août 2012

Tribunal international du droit de la mer

Tribunal international du droit de la mer, *Affaire de l'« Ara Libertad » (Argentine c. Ghana)*, Affaire n°20, 15 décembre 2012

Juridictions nationales États-Unis et France

Cour de cassation, première Chambre civile, 2 novembre 1971, *Dame Clerget contre Représentation commerciale de la République démocratique du Viêt Nam*, pourvoi numéro 69-14.100

Allied Bank International v Banco Credito Agricola de Cartago, 566 F. Supp. 1440 (S.D.N.Y.) 1983 ; 733 F. 2d 23 (2d cir. 1984) ; No. 83-7714 (2d cir. 18 March 1985)

CIBC Bank and Trust Co. v Banco Central do Brasil, 886 F. Supp. 1105 (SDNY 1995)

Elliott Associates v Peru, 12 F. Supp. 2d 328 (SDNY 1998)

Elliott Associates, L.P. v Banco de la Nación, 194 F.3d 363 (2d Cir 1999)

Red Mountain Finance Inc. v. Democratic Republic of Congo and National Bank of Congo, Case No. CV 00-0164 R (C.D. Cal. May 29, 2001)

Kensington v. Republic of Congo, Commercial Court 2002, No. 1088, April 16, 2003

LNC Investments LLC v. The Republic Nicaragua, No. 03-1224 (3d Cir 2005)

NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina, No. 08 Civ. 6978 (TPG) (S.D.N.Y. Feb. 23, 2012)

Supreme Court of the United States, *Republic of Argentina v. NML Capital, LTD.*, 695 F. 3d 201, affirmed, No. 12–842, Argued April 21, 2014 – Decided June 16, 2014

Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, *Société NML Capital contre République argentine et Total Austral*, pourvoi numéro 10-25.938

Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, *Société NML Capital contre République argentine*, pourvoi numéro 11-13.323

Cour de cassation, première Chambre civile, 28 mars 2013, *Société NML Capital contre République argentine et BNP Paribas*, pourvoi numéro 11-10.450

Cour de Cassation, première Chambre civile, 5 mars 2014, *Société Romak SA Geneva contre État de la République d'Ouzbékistan*, pourvoi numéro 12-22.406

Cour de Cassation, première Chambre civile, 13 mai 2015, *Société Commissions import export (Commisimpex) contre République du Congo*, pourvoi numéro 13-17.751

INDEX

(les chiffres renvoient aux numéros de page)

A

accountability · 158, 251, 258, 266
adjudication · 87, 100, 103
architecture financière · 5, 16, 116, 117, 181, 186,
219, 228, 241
autorégulation · 86, 239

B

Banque des règlements internationaux · iii, 26, 86,
87, 136, 255
Banque mondiale · 11, 15, 43, 44, 46, 47, 48, 49,
50, 56, 74, 87, 123, 147, 149, 159, 174, 191,
192, 193, 194, 195, 196, 198, 213, 237
BCE · iii, 92, 120, 151
BEI · iii, 32, 52
BIRD · iii, 43, 44, 45, 47, 48, 49, 50, 53

C

CIRDI · iii, 41, 133, 161
CJUE · iii, 121, 153
Clauses contractuelles
 clause de défaut croisé · 75
 clause *pari passu* · 53, 75, 91, 132, 133, 160,
 161, 162, 164, 270
 clauses d'action collective · 92, 142, 154, 155,
 156, 169, 170, 171, 184, 185, 187, 190, 221,
 228, 230, 236, 238, 249, 258, 262
 clauses de partage · 66, 77, 168
Club de Londres · 13, 131, 144, 148, 149, 150, 151,
157, 176, 182, 240
Club de Paris · 13, 35, 39, 126, 136, 140, 144, 145,
146, 147, 148, 149, 150, 151, 158, 172, 176,
184, 190, 251, 255
CNUCED · iii, 147, 185, 186, 196, 207, 214, 215,
235, 242, 244, 250, 251, 254
CNUDCI · iii, 164, 198, 221
Comité de Bâle · 116, 136, 139, 206, 236
Convention Drago-Porter · 13, 38, 144
Cour internationale de justice · 25, 40, 159, 250
Cour Permanente d'Arbitrage de La Haye · 38
Cour permanente de Justice internationale · 40
Créanciers
 banques commerciales · 5, 10, 11, 13, 15, 16,
 22, 53, 56, 62, 63, 64, 66, 67, 68, 69, 71, 76,
 78, 79, 84, 118, 133, 148, 149, 176, 210, 238
 fonds d'investissements · 86, 95, 98, 131, 150
 fonds souverains · 99
 fonds voutours · 131, 132, 133, 150, 160, 183,
 220
 syndicats bancaires · 10, 63, 68, 105, 135, 148
Crise de la dette

défaillance · 8, 72, 75, 92, 114, 120, 125, 186,
223
défaut souverain · iv, 8, 9, 11, 16, 20, 41, 90,
114, 115, 122, 127, 140, 142, 156, 207
faillite · 8, 9, 13, 58, 59, 92, 95, 109, 110, 156,
164, 185, 186, 187, 188, 189, 198, 220, 238,
239, 240, 245
insolvabilité · 7, 8, 39, 119, 171, 186, 189, 220,
240
répudiation · 9, 12, 42

D

Dettes
 dette extérieure privée · 5
 dette extérieure publique · 4, 24, 54, 264
 dette intérieure · 4, 89
 dette négociable · 98, 101
 dette non négociable · 101
 dette odieuse · 42, 150, 196, 197
 dette publique · 2, 3, 4, 42, 57, 58, 60, 65, 97,
 100, 101, 102, 110, 113, 114, 120, 133, 147,
 193, 211, 212, 216, 237

E

état de nécessité · 41, 248
États
 Allemagne · 6, 10, 13, 26, 27, 28, 31, 32, 36, 38,
 63, 65, 111, 121, 133, 144, 205
 Argentine · 6, 11, 66, 89, 100, 132, 133, 136,
 145, 160, 161, 162, 163, 164, 166, 167, 169,
 181, 183, 186, 198, 199, 206, 254, 315
 Égypte · 12, 33, 36
 Équateur · 11, 42
 États-Unis · 15, 27, 29, 32, 33, 35, 38, 54, 61,
 63, 65, 66, 73, 79, 87, 93, 98, 101, 108, 131,
 133, 136, 163, 164, 167, 168, 169, 186, 191,
 222, 234, 243
 France · iii, 6, 10, 12, 26, 27, 32, 35, 36, 40, 58,
 64, 65, 84, 98, 100, 101, 113, 160, 164, 165,
 179, 211, 236
 Grèce · 6, 12, 36, 47, 91, 115, 134, 144, 157,
 161, 180, 182, 183, 184, 198, 269, 270
 Irak · 28, 33, 42, 147, 228
 Japon · 87, 98, 113
 Pérou · 11, 75, 100, 112, 148
 Pologne · 111, 112, 148, 205
 Portugal · 37, 153, 180
 Royaume-Uni · 13, 65, 136, 144
 Russie · 12, 37, 147
 Soudan · 33, 112, 148
 Turquie · 12, 112, 148
 Venezuela · 11, 13, 36, 37, 38, 66, 70
zone euro · 4, 87, 102, 121, 122, 124, 151, 152,
153, 155, 159, 169, 177, 182, 217, 218, 228

euro-crédits · 62, 63, 64, 66, 68, 69, 70, 77, 79,
111, 148

F

FMI · iii, 16, 43, 46, 47, 49, 50, 66, 87, 115, 117,
120, 123, 140, 146, 147, 149, 150, 151, 156,
159, 174, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182,
183, 185, 187, 188, 189, 190, 191, 192, 193,
194, 196, 198, 199, 205, 207, 208, 210, 212,
213, 220, 221, 224, 227, 230, 233, 234, 235,
236, 237, 238, 239, 240, 241, 248, 255, 256,
258

I

Immunité

immunité absolue · 128
immunité d'exécution · 62, 90, 130
immunité souveraine · 5, 62, 128, 129, 130,
161, 163

Ingénierie financière

Blue Bonds · 218
bons du Trésor · 86, 101, 218
Brady bonds · 11, 67, 182
CDO · iii, 95
CDS · iii, 95, 109, 114, 115, 119, 137, 183
debt buy-back · 67
debt-equity swap · 67
Eurobills · 218
Eurobonds · 218
European Safe · 218
exit bonds · 67
Redemption Bonds · 218
Stability Bonds · 218
swaps · 11, 46, 71, 93, 94
titrisation · 66, 78, 92, 94, 95, 108, 112, 134,
172, 216
warrants · 11, 93

M

mécanisme de restructuration de la dette
souveraine · 185, 187, 188, 189, 206, 221, 224,
227, 228, 241, 256, 262

O

OMC · iii, 136, 224, 232, 255
ONU · iii, 39, 147, 195, 222, 235, 251

P

pacta sunt servanda · 14, 27, 29, 34, 145, 196, 234,
251
prêteur en dernier ressort · 108, 119, 120, 121,
158, 176, 180, 181, 185, 229, 245
principes généraux · 19, 51, 215, 222, 231, 232,
234, 244, 250, 251, 253
protocoles financiers internationaux · iv, 23, 24,
25, 30, 34, 39

S

soft law · 123, 158, 196, 214, 229, 230, 232, 233,
235, 239, 245, 250, 252, 253, 255
syndication · 63, 64, 68, 69, 71, 73, 88, 100

T

tribunal de la dette · 185, 189, 222, 223
Troïka · 144, 151

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE	1
I. La persistance des défauts souverains	7
A. L'insolvabilité des emprunteurs souverains	7
B. L'intemporalité des crises d'une dette modifiée	9
C. L'inexistence de mécanismes institutionnels	12
II. La place du droit international dans la gestion des dettes souveraines	14
A. La recherche d'un encadrement juridique	14
B. Des propositions concrètes manquées	16
C. Détermination du champ de l'étude	17
PREMIERE PARTIE. LES DETTES SOUVERAINES, ENTRE INTERETS PUBLICS ET INSTRUMENTS PRIVES	21
TITRE I. LA CONTRACTUALISATION DES SUPPORTS DES DETTES	23
CHAPITRE 1. LA RAREFACTION DES PROTOCOLES FINANCIERS INTERNATIONAUX	24
Section 1. La coopération financière bilatérale et la dette politique	25
I. Les relations internationales au cœur de la conclusion d'accords financiers interétatiques	25
A. Les obligations financières souveraines et le droit international	25
B. La diplomatie économique par le biais des protocoles financiers	30
II. La dénonciation des conventions financières bilatérales	34
A. L'absence de cadre conventionnel international	34
B. La contestation des protocoles financiers internationaux	39
Section 2. La coopération financière multilatérale	43
I. La multilatéralisation du financement public des États	43
A. Le financement souverain par la Banque mondiale et le Fonds monétaire international 43	
B. L'objectif d'une gestion de l'endettement souverain	48
II. La régionalisation du financement public des États	50
A. La multiplication des opérateurs publics	50
B. L'entrée du marché dans le financement public international	52
CHAPITRE 2. LA GENERALISATION DU CONTRAT PRIVE PAR L'INTERMEDIATION BANCAIRE	56
Section 1. La fonction d'intermédiation bancaire dans le financement souverain	57
I. Les créanciers privés à l'encontre de la souveraineté	57
A. L'intervention historique des créanciers privés	57
B. Les particularités du débiteur souverain à travers le prisme du domaine économique .	59
II. L'émergence du marché des prêts syndiqués internationaux	63
A. Les prêts syndiqués internationaux au cœur de l'endettement souverain	63
B. La crainte de la contagion et de l'effondrement des banques américaines	66
Section 2. La privatisation des supports de l'endettement souverain	68
I. Le droit privé au cœur de l'endettement souverain	68
A. Une normalisation contractuelle	68
B. La gestion du risque souverain	71
C. Les clauses de sauvegarde types appliqués aux emprunteurs souverains	74
II. La rapide désintermédiation du marché de la dette	76
A. Un système d'endettement organisé par des opérateurs privés	76
B. La désintermédiation des produits de dette	78
CONCLUSION DU TITRE I	81

TITRE II. L'IMPACT DE LA PRIVATISATION DE L'ENDETTEMENT SUR LE DEFAUT SOUVERAIN	82
CHAPITRE 3. LA FINANCIARISATION DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN ET L'IMPOSITION DES PRATIQUES DE MARCHE.....	83
Section 1. L'internationalisation des supports de l'endettement souverain.....	84
I. La configuration du marché primaire de la dette souveraine	84
A. La prédominance des titres obligataires de dette souveraine.....	84
B. Une pratique hétéroclite d'émission obligataire	87
II. La multiplicité des produits de dette souveraine sur les marchés secondaires	92
A. Les titres de dette souveraine, étalon financier de référence pour les marchés.....	92
B. La titrisation liée au financement souverain	94
Section 2. L'internationalisation des opérateurs du financement souverain.....	96
I. La professionnalisation des opérateurs.....	96
A. Une concentration des opérateurs et une dispersion des investisseurs	97
B. La professionnalisation de la gestion de la demande de dette	100
II. L'État et les régulateurs institutionnels internationaux.....	103
A. L'État au cœur de l'organisation des marchés.....	103
B. La gestion de la dette par les banques centrales et les instances de supervision	104
CHAPITRE 4. LE RENFORCEMENT DES CRISES DES DETTES SOUVERAINES	107
Section 1. La crise des dettes souveraines	108
I. De la crise financière à la crise des dettes souveraines	108
A. Anatomie d'une crise et décomposition d'une contagion.....	108
B. L'aboutissement d'une situation prévisible	111
C. Les critères juridiques du défaut souverain pour les marchés	114
II. Des manques identifiés au lendemain de l'éclatement de la crise	116
A. L'absence actuelle d'architecture financière internationale	116
B. L'absence juridique de prêteur international en dernier ressort pour les États.....	119
C. Les incohérences juridiques du système d'endettement des États.....	122
Section 2. Les coûts du défaut	124
I. La restriction des financements	124
A. Des sanctions financières, économiques et commerciales	125
B. Des conséquences politiques	127
II. L'arbitrabilité des contentieux de dette souveraine	127
A. La fin de l'immunité souveraine en matière d'endettement	128
B. Le succès des créanciers procéduriers	130
CONCLUSION DU TITRE II.....	135
<u>CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE.....</u>	<u>137</u>
<u>DEUXIEME PARTIE. LA PUBLICISATION DE LA GESTION DES DETTES SOUVERAINES.....</u>	<u>139</u>
TITRE I. L'ENCADREMENT INSTITUTIONNEL DES INSTRUMENTS CONTRACTUELS	142
CHAPITRE 5. LE CHOIX DE DISPOSITIFS CONTRACTUELS DE TRAITEMENT DES DETTES	143
Section 1. Des fora <i>ad hoc</i> de restructuration pour un traitement collectif	144
I. L'expérience des plans de restructuration des Clubs de Paris et de Londres.....	144
A. Le Club de Paris, de la restructuration à la réduction de la dette	144
B. Les comités bancaires de restructuration : le Club de Londres	148
II. La restructuration grecque sous l'égide de la Troïka.....	151
A. Vers l'instauration d'un cadre juridique européen de restructuration	152

B.	Une mise à contribution inégale des créanciers privés	156
C.	L'absence de hiérarchie formelle des créanciers de la dette souveraine	158
Section 2.	Contentieux privé et clauses contractuelles : un traitement dispersé	160
I.	Les démêlés procéduraux de la République argentine	160
A.	L'action des créanciers récalcitrants devant les tribunaux	161
B.	L'utilisation de méthodes para-diplomatiques par les États	164
II.	La technicité juridique et la privatisation du contentieux de la dette souveraine	167
A.	Des clauses d'anticipation des différends	167
B.	L'apport de l'intégration des clauses d'action collective	169
C.	Les limites de l'approche contractuelle et des mécanismes ad hoc	171
CHAPITRE 6. LE REECHELONNEMENT SOUS LES AUSPICES DES INSTITUTIONS FINANCIERES INTERNATIONALES		174
Section 1.	Le FMI, régulateur <i>ad hoc</i> du rééchelonnement	176
I.	Un rôle d'arbitre au cœur des négociations	176
A.	Un médiateur financier et prêteur en dernier ressort	176
B.	Le Fonds face aux nouvelles restructurations de la dette	181
II.	Le FMI au cœur des propositions juridiques de gestion de la restructuration	185
A.	La proposition statutaire : le mécanisme de restructuration de la dette souveraine	185
B.	L'abandon du mécanisme de restructuration de la dette souveraine	189
Section 2.	Les institutions financières internationales et la gestion de la dette	191
I.	Le surendettement souverain à l'encontre du développement	192
A.	La Banque mondiale et le FMI, initiateurs de la gestion du surendettement	192
B.	L'expérience de renégociation et d'allègement	195
II.	Le suivi de l'évolution du niveau d'endettement des États	198
CONCLUSION DU TITRE I.....		202
TITRE II. L'IMPERATIF DE GESTION DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN		203
CHAPITRE 7. LA GESTION DU NIVEAU GLOBAL D'ENDETTEMENT ET LES PROPOSITIONS D'ENCADREMENT		204
Section 1.	Le recours institutionnel pour rétablir un multilatéralisme financier	205
I.	Le renforcement de la coopération internationale	205
A.	Le statu quo du consensus international	205
B.	La promotion d'un multilatéralisme financier	208
II.	Le partage de bonnes pratiques de gestion.....	210
A.	La solidarité internationale	211
B.	Vers une comptabilité du niveau global d'endettement.....	212
Section 2.	Des règles à définir pour garantir une nouvelle stabilité	215
I.	L'innovation financière au service de l'intérêt collectif	216
A.	Un renouveau de la finance globale.....	216
B.	Vers une régulation des titres de dette européens.....	218
II.	Un mode unique de règlement des différends à caractère multilatéral	219
A.	Une mutualisation des avantages.....	219
B.	Vers un cadre européen de résolution des crises	227
CHAPITRE 8. L'ELABORATION D'UN DROIT INTERNATIONAL ECONOMIQUE DE L'ENDETTEMENT SOUVERAIN.....		230
Section 1.	Des principes généraux applicables à des fonctionnements globaux	232
I.	La <i>soft law</i> , source du droit international du financement	232
A.	Les codes de bonne conduite, les rapports et le partage d'informations	232
B.	Vers une gestion standardisée de la dette	234
II.	Les règles de <i>soft law</i> applicables au financement souverain	235
A.	Les initiatives des institutions financières internationales.....	235
B.	Les professionnels du marché.....	238

C. Le rôle de la CNUCED	242
Section 2. Une loi imparfaite de gestion de l'emprunt souverain	250
I. La dé-formalisation du droit international.....	250
II. Sortir les principes généraux de l'informalité.....	253
CONCLUSION DU TITRE II.....	258
<u>CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE</u>	<u>259</u>
<u>CONCLUSION GENERALE</u>	<u>261</u>
<u>ANNEXES.....</u>	<u>267</u>
<u>BIBLIOGRAPHIE.....</u>	<u>286</u>
<u>INDEX.....</u>	<u>316</u>
<u>TABLE DES MATIERES</u>	<u>318</u>

LE CADRE JURIDIQUE DE LA GESTION DES DETTES SOUVERAINES

Les crises financières internationales ne se présentent pas comme des événements rares et isolés dans le temps. Des dénominateurs communs classiques à toute crise financière se retrouvent dans chaque cas historique : la détérioration des indicateurs macroéconomiques, la psychologie et les paniques des investisseurs, la spéculation. La problématique des dettes souveraines ne relevait jusqu'à présent principalement que des pays en développement, alors que les récentes perturbations financières ont démontré que les pays développés pouvaient également être gravement affectés. L'objectif de ce travail est d'analyser les évolutions du cadre juridique de la gestion des dettes souveraines pour réunir des éléments qui permettent de comprendre le choix normatif privilégié par chaque opérateur. L'actuel scénario d'endettement des Etats souverains entraîne nécessairement un bouleversement irréversible des règles et des structures juridiques connues qui visent à assurer le bon fonctionnement de l'économie mondiale. Face à l'actuelle incertitude normative, il est primordial d'étudier les supports du financement souverain, le traitement des crises, les propositions de réformes visant à améliorer le système et le rôle des institutions multilatérales dans la gestion de la dette souveraine. Après avoir déterminé l'existence d'un engagement international de gestion des dettes souveraines, nous plaçons pour la mise en œuvre d'un ensemble normatif d'outils conçus pour intégrer les réglementations nationales sur la base de modèles préexistants.

Mots-clés : Dette souveraine ; droit international public ; cadre juridique ; finance internationale.

THE LEGAL FRAMEWORK OF SOVEREIGN DEBT MANAGEMENT

Historically, international financial crises do not occur in isolation but rather go hand in hand with the deterioration of macroeconomic indicators, investor panic and speculation. Until recently, the sovereign debt issue has principally concerned developing countries. However, the recent financial turmoil has revealed that developed countries can similarly be severely affected. Since the beginning of the 20th century, experts in international law have periodically discussed the possible remedies to the endemic situation of sovereign indebtedness. In 2001, the International Monetary Fund launched a proposal for a Sovereign Debt Restructuring Mechanism known as the 'Krueger Plan'; this was quickly abandoned in 2003. Due to the present economic and political cul-de-sac, the legal framework of sovereign debt management strongly preoccupies the international community. The current sovereign debt scenario necessarily involves an irreversible disruption of the legal rules and structures that currently support a proper functioning global economy. This doctoral thesis analyses the evolution of the legal framework and the normative choices favoured by each actor. Identifying which particular legal issues are essential to evaluate such complexity allows us to deepen the theoretical and practical suggestions designed to facilitate the resolution of sovereign debt crises. After establishing the leading international requirements for sovereign debt management, this thesis advocates the implementation of a normative set of tools designed to integrate domestic regulations on the basis of previous models.

Keywords: Sovereign Debt; International Economic Law; Legal Framework; International Finance.

DER RECHTSRAHMEN FÜR DIE VERWALTUNG DER STAATSSCHULDEN

Internationale Finanzkrisen erweisen sich als nicht seltene und zeitlich unbegrenzte Ereignisse. Jeder Finanzkrise in der Historie haften die gleichen klassischen Charakteristiken an: die Beschädigung makroökonomischer Indikatoren, der Psychologie sowie die Panik der Investoren, Spekulationen. Darüber hinaus beschränken sich die aktuellen Finanzstörungen nicht mehr nur auf Entwicklungsländer. Das Ziel dieser Arbeit besteht darin, die Entwicklung des Rechtsrahmens der Verwaltung souveräner Schulden zu analysieren, um Elemente zusammenzutragen, die es erlauben die bevorzugten normativen Entscheidungen jedes Akteurs zu verstehen, zu bewerten und im Anschluss entsprechend Handlungsanweisungen zu geben. Das gegenwärtige Szenario der Verschuldung souveräner Staaten führt unweigerlich zu einer unumkehrbaren Umwälzung der bekannten Rechtsverordnungen und -strukturen, die auf die Gewährleistung eines reibungslosen Funktionierens der Weltwirtschaft abzielen. Angesichts der gegenwärtigen normativen Unsicherheit, ist es von größter Bedeutung die Auseinandersetzung mit finanziellen Krisen, die entsprechenden Reformvorschläge, die Suche nach Systemverbesserungen hinsichtlich einer Marktregulierung und die Rolle der multilateralen Institutionen bezüglich der Verwaltung souveräner Schulden genauer zu untersuchen. Nach der Feststellung des Vorliegens einer internationalen Verpflichtung zum Staatsschuldenmanagement wird die Einführung einer Reihe normativer Werkzeuge befürwortet, um nationale Vorschriften auf Grundlage bereits bestehender Modelle zu integrieren.

Schlagwörter: Staatsschulden; Internationales Wirtschaftsrecht; Rechtsrahmen; Internationaler Finanzwelt.