

**Marchés financiers et restructurations de dettes  
souveraines au regard de l'analyse économique  
du droit :  
Quelles leçons tirer du droit des faillites  
privées ?**

Luidgy BELAIR

Mémoire rédigé sous la direction de Maître Barthélémy Faye



## **Seuil - Remerciements préliminaires**

Mes remerciements vont à Maître Barthelemy Faye qui, il y a de cela trois ans, avait reçu au sein du cabinet Cleary Gottlieb Steen & Hamilton dont il est associé un ancien khâgneux, tout comme lui, qui caressait l'espoir de devenir avocat. Je lui suis profondément reconnaissant d'avoir accepté de diriger ce mémoire.

Ils vont ensuite aux Professeurs Yann Paclot et Véronique Magnier, codirecteurs du Master 2 BTFML, pour leur immense disponibilité, leur accompagnement et leurs précieux conseils tout au long de cette année.

Ils vont en outre à Sophie Vermeille et à l'association Droit & Croissance, pour m'avoir fait plonger pieds joints dans l'univers de l'analyse économique du droit et converti à ses exigences.

Ils vont encore à mes amis et camarades pour l'attention qu'ils ont su prêter aux égarements philosophiques qui rythmaient mes rédactions nocturnes. Elle n'a d'égale que l'affection que je leur porte.

Ils vont enfin à mes parents, Suzanne et Jean-Claude, alliés de mes labeurs et dédicataires de mes succès.

## Table des matières

<b>INTRODUCTION GÉNÉRALE</b>	<b>4</b>
I - PERSPECTIVES NOTIONNELLES	5
II - REGARD PORTÉ SUR LA LITTÉRATURE ACTUELLE	11
<i>Perspectives du débat juridique</i>	11
<i>Perspectives du débat économique</i>	14
III - FONDEMENTS THÉORIQUES DE NOTRE ÉTUDE ET OBJET DU MÉMOIRE	15
IV - PLAN ET RÉSULTATS DU MÉMOIRE	16
<b>PARTIE I – LA DETTE SOUVERAINE : UN OBJET HYBRIDE DU DROIT A CONSTRUIRE</b>	<b>19</b>
1.1. APPRÉHENDER LA FORMALISATION PROGRESSIVE D'UN PHÉNOMÈNE POLITIQUE PRÉ-JURIDIQUE	20
1.1.1. <i>La construction progressive des pratiques de contractualisation de dettes souveraine : une approche historique du droit</i>	21
1.1.2. <i>Le traitement du défaut souverain : la diplomatie de la canonnière</i>	28
1.2. LA DIFFICULTÉ D'UNE THÉORISATION JURIDIQUE D'UN OBJET POLITIQUE	31
1.2.1. <i>La nature hybride des dettes souveraines et la question du droit applicable : une tension entre l'ordre interne et la recherche d'un ordre public</i>	32
1.2.2. <i>Les inefficiences du traitement du défaut souverain</i>	36
<b>PARTIE II – LA DETTE SOUVERAINE : UN RÉGIME DES FAILLITES SOUVERAINES EFFICIENT AU REGARD DU DROIT DES FAILLITES PRIVÉES</b>	<b>39</b>
2.1. LA DIFFICULTÉ DE TRAITER LA DÉFAILLANCE NAÎT DIRECTEMENT DE CETTE NATURE HYBRIDE	40
2.1.1. <i>Des renégociations à l'ombre du Le Club de Paris : coordonner les créanciers publics pour influencer les créanciers privés</i>	40
2.1.2. <i>Le rôle du FMI dans la restructuration de dettes souveraines</i>	43
2.2. L'INGÉNIERIE CONTRACTUELLE DANS LES PROCESSUS DE RENÉGOCIATIONS DE DETTES : DÉCOURAGER LES TENTATIONS DE FAIRE CAVALIER SEUL.	45
2.2.1. <i>Les apports de l'analyse économique du droit pour la construction d'un régime des faillites souveraines efficient et nécessaire à l'intérêt général</i>	50
2.2.2. <i>Principes d'un régime des faillites souveraines efficient au regard du droit des faillites privées</i>	53
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE</b>	<b>56</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>59</b>

# **INTRODUCTION GÉNÉRALE**

As it happened, she didn't actually know what the IMF was, so I offered that the International Monetary Fund basically acted as the world's debt enforcers— "You might say, the high-finance equivalent of the guys who come to break your legs." I launched into historical background, explaining how, during the '70s oil crisis, OPEC countries ended up pouring so much of their newfound riches into Western banks that the banks couldn't figure out where to invest the money; how Citibank and Chase therefore began sending agents around the world trying to convince Third World dictators and politicians to take out loans (at the time, this was called "go-go banking"); how they started out at extremely low rates of interest that almost immediately skyrocketed to 20 percent or so due to tight U.S. money policies in the early '80s; how, during the '80s and '90s, this led to the Third World debt crisis; how the IMF then stepped in to insist that, in order to obtain refinancing, poor countries would be obliged to abandon price supports on basic foodstuffs, or even policies of keeping strategic food reserves, and abandon free health care and free education; how all of this had led to the collapse of all the most basic supports for some of the poorest and most vulnerable people on earth. I spoke of poverty, of the looting of public resources, the collapse of societies, endemic violence, malnutrition, hopelessness, and broken lives.

"But what was your position?" the lawyer asked.

"About the IMF? We wanted to abolish it.

David Graeber, *Debt : The First 5,000 Years*

There are two ways to conquer and enslave a nation. One is by the sword. The other is by debt.

John Adams

Entre le fort et le faible, [...] c'est la liberté qui opprime et c'est la loi qui affranchit.

Henri Lacordaire

## I - Perspectives notionnelles

---

- 1 – La notion de dettes souveraines occupe un espace croissant dans le débat contemporain tant politique, juridique qu'économique. La crise de la Covid-19 a en effet frappé les finances publiques dans les économies avancées alors même qu'elles guérissaient à peine de la Grande crise financière de 2007. Le ratio moyen de la dette brute au PIB dans les économies avancées était passé de 72% en 2007 à 107% en 2012. Selon les estimations du FMI la dette publique totale de ces mêmes pays atteint 131% du PIB à la fin de 2020 et dépasse 60 000 milliards de dollars. Concurrément, la dette des économies des marchés émergents a augmenté plus lentement au cours des deux dernières décennies.

Elle est passée de 38% à 53% du PIB entre 2007 et 2019.<sup>1</sup> Toutefois, alors que le montant de la dette publique augmente sur l'ensemble des pays, force est de constater que les débiteurs souverains demeurent profondément inégaux face à la dette sur les marchés financiers.

- 2 – La souveraineté s'entend du « caractère suprême d'une puissance qui n'est soumise à aucune autre »<sup>2</sup>. Elle est par essence un attribut des États. En tant qu'agents économiques, ces derniers sont à même de contracter des dettes – ce qui constitue en pratique un instrument privilégié de financement des dépenses publiques ; à celui-ci s'ajoutent les recettes issues de la collecte d'impôts auprès de citoyens et d'entreprises ainsi que, plus ponctuellement, la vente d'actifs ou de participations.
- 3 – Si l'endettement souverain constitue donc un outil commun, force est de constater que cette activité de l'État gestionnaire s'accommode mal de la définition traditionnelle de l'État comme puissance souveraine : la contraction d'une dette soumet par essence un débiteur à son créancier au titre des engagements qu'il consent en contrepartie des fonds qui lui sont accordés.
- 4 – De fait, la nature même du débiteur souverain est source de tensions. Il jouit en principe de deux prérogatives susceptibles de transformer les liens contractuels qui l'unissent à ses créanciers. Il pourrait schématiquement à loisir (i) modifier sa législation nationale et (ii) altérer sa politique monétaire pour adapter la nature et le quantum de ses engagements.
- 5 – L'ingénierie juridique qui sous-tend la contractualisation de telles dettes prend acte de cette nature spécifique. Dès lors, elle intervient afin d'aménager la souveraineté du débiteur aux profits de ses créanciers ; elle peut s'interpréter comme une perte de pouvoir au bénéfice de ses bailleurs de fonds selon des modalités plus au moins contraignantes qui sont fonction de la confiance du marché. C'est là une première tension inhérente à la notion.
- 6 – En outre, ces dettes souveraines sont de nature diverse. Elles peuvent être classées en fonction des créanciers. Elles sont dites publiques bilatérales quand elles sont contractées auprès d'État tiers ou multilatérales quand elles le sont auprès d'organisations internationales intergouvernementales. Elles sont dites privées quand elles sont

---

<sup>1</sup> FMI Fiscal Monitor, avril 2020

<sup>2</sup> G. Cornu Vocabulaire juridique 1987

contractées auprès du public sur les marchés financiers ou bien auprès de banques commerciales. Cette classification n'est pas neutre : l'atomisation et la disparité des créanciers rendent leur coordination d'autant plus difficile.

- 7 – Nous concentrerons l'essentiel de nos efforts sur la dette dite privée, autrement dit aussi bien (i) sur le financement bancaire obtenu auprès d'établissements de crédits internationaux que (ii) sur les obligations émises par les débiteurs souverains sur les marchés financiers cotés internationaux afin qu'elles soient souscrites par des investisseurs aussi bien professionnels que particuliers. C'est d'ailleurs à cette typologie spécifique que les auteurs se réfèrent communément dès lors qu'ils emploient la notion de dette souveraine, qui est plus large, ou d'obligation souveraine, qui fait plus strictement référence à l'émission de valeurs mobilières telles qu'elles constituent des créances sur leurs émetteurs.
- 8 – Notre choix n'est pas neutre. Les obligations souveraines – par leurs modalités, leur implications contractuelles, leurs standards forgés par les pratiques professionnelles transnationales et leurs finalités – concentrent l'essentiel des particularismes propres aux dettes souveraines et cristallisent les apories de son architecture juridique. En effet, les prêts et obligations souveraines reposent sur des documentations contractuelles privées, exécutoires devant les tribunaux nationaux dans la mesure où cela est compatible avec l'immunité souveraine. Les défaillances des débiteurs obligataires sont donc le théâtre contemporain de l'essentiel des difficultés inhérentes au traitement des défaillances souveraines telles que nous entendons les étudier ici.
- 9 – Il est étonnamment difficile de définir le défaut souverain. Dans son acception la plus simple, le défaut est une promesse non tenue, ou une rupture contractuelle (*a breach of contract*). La difficulté propre au fait de définir le défaut comme une rupture de contrat est que cette définition est à la fois trop large et trop étroite pour être utile. Elle est trop large parce que la définition inclut des événements que beaucoup considéreraient comme sans importance, tels que des retards mineurs dans la transmission de documents administratifs. Elle est trop étroite parce qu'elle ignore des événements économiques majeurs tels que l'échange de la dette grecque en mars 2012, où aucun paiement n'a été manqué et aucun contrat n'a été rompu - ils ont plutôt été modifiés - mais les créanciers ont tout de même subi des pertes importantes dans le cadre d'une restructuration de la dette.

- 10 – Afin d'établir une définition juridique formelle de la défaillance souveraine, il est utile de commencer par celles qui sont énumérées sous le titre "*Events of Default*" (EoD) dans les contrats de dette de droit anglais et new-yorkais et leurs analogues dans les accords de crédit officiels bilatéraux et multilatéraux. Ces clauses contractuelles EoD sont conçues pour être observables, couvrent un large éventail de facteurs susceptibles d'affecter le remboursement, précisent les conséquences d'une violation et sont généralement considérées comme juridiquement contraignantes pour les débiteurs et les créanciers.
- 11 – En outre, les définitions du défaut utilisées par des tiers influents, tels que les agences de notation S&P et Moody's, et les définitions utilisées sur le marché des dérivés de crédit, où le défaut couvre à la fois les paiements non effectués – à savoir la rupture de contrat – et les restructurations de dettes en difficulté qui impliquent des pertes pour les créanciers. Les définitions des tiers sont souvent plus précises que celles qui figurent dans les contrats d'emprunt et se concentrent sur la substance économique (le paiement effectif). Les définitions du défaut peuvent avoir des conséquences économiques majeures, par exemple lorsqu'elles sont utilisées pour déclencher la dégradation de la notation du crédit ou le paiement de *credit-default swaps* (CDS).
- 12 – C'est ainsi que les EoD tels que rédigés dans la documentation contractuelle sur les marchés de la dette souveraine à Londres et à New York comprennent généralement :
- Le défaut de paiement, entendu comme le manquement au paiement du principal, des intérêts ou d'autres montants (tels que les majorations d'impôts).<sup>3</sup> Le moment précis du défaut de paiement est important et peut être difficile à déterminer. Les contrats stipulent généralement que le paiement est effectué lorsque le débiteur a transféré les fonds à l'agent payeur, au fiduciaire ou au système de compensation.<sup>4</sup>
  - La répudiation, qui se produit lorsque le souverain rejette son obligation de payer, ce qui peut se produire avant ou après l'échéance d'un paiement.

---

<sup>3</sup> Les paiements d'intérêts bénéficient généralement de délais de grâce allant de 10 à 30 jours. Les délais de grâce sont un peu moins courants, et peuvent être plus courts, pour les paiements du principal

<sup>4</sup> Anthony C. Gooch, Linda B. Klein, *Documentation for Derivatives: Annotated Sample Agreements and Confirmations for Swaps and Other Over-the-counter Transactions*, Volume 1, 1993. Cependant, certains contrats ne considèrent pas qu'un paiement est effectué tant que chaque créancier n'a pas reçu les fonds. Par exemple, les obligations d'échange de l'Argentine de 2005 et 2010 spécifiaient que « l'obligation de la République d'effectuer des paiements en vertu des présentes ... n'aura pas été satisfaite jusqu'à ce que ces paiements soient reçus par les détenteurs de ce titre » (République d'Argentine, 2005).

- Le moratoire, qui est un arrêt unilatéral des paiements sur une ou plusieurs obligations de la dette. Le souverain peut annoncer un moratoire - comme l'a fait le Mexique en 1982 - comme mesure provisoire avant de lancer une restructuration de la dette ; il peut aussi arrêter les paiements indéfiniment.<sup>5</sup>
  - Les événements de politique économique comme la perte de l'adhésion aux programmes de soutien du FMI ou des mesures d'inéligibilités à ces programmes. De telles clauses ont pour conséquence pratique d'incorporer des éléments des statuts et des politiques du FMI et d'amplifier l'effet de ses sanctions.
  - Le défaut d'engagement qui est une catégorie résiduelle englobant la violation de toutes les autres promesses et déclarations expresse de la convention.
  - Les clauses de défaut croisé relient deux contrats d'emprunt sans rapport entre eux, de sorte que le défaut de l'un devient le défaut de l'autre. La théorie qui sous-tend le défaut croisé est un mélange d'alerte précoce et d'équité entre créanciers. Toutes choses égales par ailleurs, le fait de ne pas payer les autres créanciers indique un surendettement.
- 13 – Les agences de notation ont mis au point des méthodologies distinctes pour évaluer le défaut souverain, ce qui alimente leurs analyses et leurs notations. Leurs critères sont essentiellement axés sur les conséquences économiques réelles du remboursement. Ils font référence aux accords de crédit sous-jacents, mais sont à la fois beaucoup plus simples et plus larges que les EoD. Par exemple, la définition du défaut de paiement de l'agence Moody's comprend trois types d'événements :
- un défaut de paiement des intérêts ou du principal dans les délais de grâce prévus par le contrat de dette ;
  - un échange de créances en difficultés (*distressed debt exchanges*) qui réduit l'obligation financière de l'état pour éviter un défaut de paiement caractérisé ; et
  - une modification unilatérale des conditions de paiement « imposée par le souverain qui entraîne une diminution de l'obligation financière, telle qu'une redénomination

---

<sup>5</sup> Un moratoire implique un acte public, tel qu'une annonce ou une législation, en dehors du paiement manqué, qui peut intervenir avant ou après le défaut de paiement. Toutefois, il n'est pas nécessaire de contester la validité de l'obligation sous-jacente. Un moratoire se distingue d'une suspension de paiement négociée : si les créanciers acceptent une suspension, ils peuvent renoncer au défaut de paiement.

forcée de la monnaie... ou une modification forcée d'un autre aspect de la promesse initiale, comme l'indexation ou l'échéance. »

- 14 – Tandis que les créanciers bilatéraux représentaient l'essentiel de l'encours souverain, les créanciers obligataires, à travers des fonds d'investissement, dominent aujourd'hui les classes de créanciers tant pour les pays avancés qu'émergents. On constate ainsi que la taille du marché des obligations souveraines des marchés émergents avoisinait les 12 000 milliards de dollars fin 2018, dont environ 10% en devises et 90% en monnaie locale.
- 15 – Si la transformation qu'a connu ce paysage inquiète peu en temps normal, les crises financières interviennent comme des catalyseurs qui révèlent les inefficiences de l'architecture juridique sur laquelle repose cet endettement. C'est là la nature même de la crise, qui, ainsi que son étymon Κρίσις le suggère, « passe au tamis » et juge de la résilience de nos systèmes.
- 16 – En effet, par gros temps et de toute évidence, il n'existe pas de régime d'insolvabilité propres aux débiteurs souverains. Sir Fischer Williams notait en 1923 qu'« un État ne peut pas être mis en faillite comme un individu et ses biens répartis entre ses créanciers... Un État ne peut pas être liquidé comme une société de commerce, et on ne peut pas mettre fin à son existence, simplement parce qu'il est insolvable »<sup>6</sup>.
- 17 – En l'absence des telles procédures, le traitement des faillites étatiques repose sur une procédure de *bargaining* bilatéral entre un débiteur souverain et ses créanciers. Face à la nécessité apparente de structurer les efforts et les discussions, le Club de Paris s'est progressivement organisé dès 1956 autour des principaux créanciers bilatéraux internationaux. Aujourd'hui, il regroupe ainsi vingt-deux pays membres permanents – essentiellement des pays du Nord<sup>7</sup> – et a conclu depuis sa création 433 accords relatifs à 90 pays endettés et pour un montant cumulé de près de 583 milliards de dollars. Ce comité informel et ad hoc a permis l'émergence d'une doctrine visant à assurer une résolution de ces crises souveraines.

---

<sup>6</sup> Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat, Rec. cours La Haye 1923-I, p. 293, spéc. p. 342 s.

<sup>7</sup> Les vingt-deux pays membres permanents du Club de Paris sont l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Brésil, le Canada, la Corée du Sud, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Fédération de Russie, la Finlande, la France, l'Irlande, Israël, l'Italie, le Japon, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

18 – Cette doctrine, qui a beaucoup évolué depuis 1956, date des premières discussions entre l’Argentine et ses créanciers, constitue ce qu’on appelle aujourd’hui *l’approche d’Evian* adoptée par les créanciers du Club de Paris depuis 2003. Les termes de cette approche entendent réduire les effets pervers que connaissent ces négociations mais demeurent imparfaits notamment en ce qu’ils appréhendent difficilement les modalités de coordination entre créanciers privés et publics. Ils nous apparaissent en outre s’inscrire, dans leurs principes, dans le lignage d’un traitement historique des épisodes de défauts par la diplomatie économique, par opposition à un traitement juridique reposant sur des mécanismes procéduraux plus coordonnés.

## II - Regard porté sur la littérature actuelle

---

### *Perspectives du débat juridique*

19 – La difficulté de coordonner les créanciers constitue le cœur du débat juridique appliqué aux dettes souveraines<sup>8</sup>. Ce débat est d’ailleurs resté jusqu’ici essentiellement anglo-saxon et dominés par des auteurs qui sont bien souvent eux-mêmes praticiens. Il est en effet nourri par le rôle central et ambivalent que joue le FMI dans ces procédures.<sup>9</sup> Les discussions ont ainsi opposé l’approche *contractuelle* à des tentatives, jusqu’ici infructueuses, d’instaurer une approche *institutionnelle* ou *statutaire*.

20 – De fait, dès 2001, Anne Krueger, directrice générale adjointe du FMI, a présenté une proposition de mécanisme de restructuration des dettes souveraines (MRDS). La référence au *Chapter 11* du code de faillite américain était évidente. Ainsi, les divers éléments qui font la force de ce régime, se retrouvaient *mutatis mutandis* dans le cadre du MRDS ; à savoir les principes de représentation des différentes classes de créanciers, de vote à la majorité qualifiée, de contrôle de la politique via la conditionnalité, d’apport de crédits intermédiaires pendant la renégociation. La procédure aurait été engagée à l’initiative du seul pays endetté et elle aurait pu l’être sans défaut de paiement, c’est-à-dire de manière préventive – à l’instar des *pre-insolvency proceedings* que connaissent

---

<sup>8</sup> How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades, Buchheit, Chabert, DeLong and Zettelmeyer, PIIE, 2019

<sup>9</sup> Sovereign Debt Restructuring: the Centrality of the IMF’s Role, Hagan, PIIE, 2020

les différentes juridictions et dont nos procédures de sauvegarde sont les avatars en France.

- 21 – Le MRDS devait s’articuler autour de l’instauration d’un moratoire judiciaire accompagné d’une suspension du service de la dette, pour autant que celle-ci soit jugée insoutenable et que le pays mette en œuvre un programme du FMI. Or, c’est le rôle que jouait ce dernier dans l’architecture de cette proposition qui a concentré le feu des critiques. La mise en place du mécanisme nécessitait la création d’une institution logée au FMI mais indépendante statutairement, le Forum de résolution des différends, qui aurait reçu l’autorité légale d’interpréter les contrats et d’imposer son arbitrage aux porteurs privés. Les commentateurs ont alors très vite considéré qu’il aurait été en la matière l’équivalent, toutes choses égales par ailleurs, du Tribunal pénal international.<sup>10</sup>
- 22 – Les défenseurs du MRDS ont néanmoins expliqué que son usage aurait été purement dissuasif. Il visait à fournir aux débiteurs des incitants adéquats pour convenir d’un allègement de la dette. Pour reprendre les propos d’Anne Krueger, ce mécanisme entendait créer « un système prévisible [permettant] à la restructuration de se dérouler à l’ombre de la loi, c’est-à-dire sans devoir recourir à des procédures judiciaires formelles ». Cette approche institutionnelle *ex post*, beaucoup critiquée par le secteur financier privé pour son prétendu irréalisme, a été finalement abandonnée au profit de règles contingentes de traitement de défauts souverains consenties *ex ante* à la signature des contrats de dette.
- 23 – Par approche contractuelle, on entend donc la conception et l’incorporation dans la documentation contractuelle obligataire de clauses destinées à organiser les pourparlers et les mécanismes de traitement des restructurations dans l’éventualité d’un défaut.<sup>11</sup> Ces clauses – *collective action clause, pari passu, exit consents* – ont fait l’objet d’une standardisation par l’*International Capital Market Association* (ICMA) de 2002 à 2014. Elles sont aujourd’hui le support de l’essentiel des négociations. Si elles ont su réduire les tentatives de prise en otage des discussions par des créanciers récalcitrants (ceux que

---

<sup>10</sup> Jérôme Sgard. Faillite souveraine, négociation privée et nouvelle architecture financière internationale. L’économie mondiale 2004, La Découverte, pp.71-82, 2003

<sup>11</sup> Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs, Fang, Schumacher, Trebesch, ECB, 2020

la littérature désigne comme les *holdout creditors*<sup>12</sup>), elles ne sont pas exemptes de critiques. Au premier rang desquelles les problématiques de coordinations entre les émissions obligatoires assorties de CAC et les contrats de dettes publics ou privés antérieurs qui en sont dépourvus.

- 24 – Plus encore, l'approche contractuelle opère un transfert progressif du théâtre des restructurations vers les juridictions des places financières auxquelles les contrats se réfèrent – essentiellement New York<sup>13</sup> et Londres<sup>14</sup>. Les implications en termes de gouvernances locale et globale sont alors largement ignorées, comme en témoigne l'indifférence des juges new-yorkais, tant envers la nature souveraine des débiteurs qu'envers l'action multilatérale puisque ces procédures judiciaires se fondent purement sur le respect des obligations contractuelles et leur interprétation stricte.
- 25 – Les auteurs anglo-saxons<sup>15</sup> ont jusqu'ici adopté une perspective qui s'inscrit au croisement du droit des contrats et du droit financier. Ils se retrouvent tous ou presque parmi les contributeurs de l'ouvrage *Sovereign Debt Management*<sup>16</sup> dirigé conjointement par le Professeur Rosa Lastra et le spécialiste des dettes souveraines Lee Buccheit et qui demeure la principale synthèse en la matière.
- 26 – En Angleterre plus précisément, les *scholars* ce sont très justement intéressés aux réactions institutionnelles de l'Union Européenne face à la crise de la dette dans la zone euro<sup>17</sup> et, partant, à la création du Mécanisme européen de stabilité financière (MESF) et du Fonds européen de stabilité financière (EFSF) remplacés tout deux par le Mécanisme européen de stabilité (MES) à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2013.

---

<sup>12</sup> Pitchford, Rohan, and Mark L. J. Wright. "Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment." *The Review of Economic Studies* 79, no. 2 (2012): 812-37

<sup>13</sup> *NML Capital Ltd v. Republic of Argentina*, que nous étudierons, en est l'exemple le marquant.

<sup>14</sup> *Knighthood Master Fund LP & Ors v. The Bank of New York Mellon & Anr*, High Court of Justice, Chancery Division : HC14B03236 constitue aussi un cas représentatif.

<sup>15</sup> On compte parmi les principaux contributeurs en la matière les Professeurs Mitu Gulati (Duke), Rosa Lastra (CCLS, Queen Mary), Rodrigo Olivares-Carminal (CCLS, Queen Mary), Ugo Panizza (Graduate Institute) et l'ancien avocat associé de Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, Lee Buccheit.

<sup>16</sup> *Sovereign Debt Management*, Collectif, éd. par Lee Buccheit et Rosa Lastra, 16 janvier 2014

<sup>17</sup> *The EU Architecture to Avert a Sovereign Debt Crisis*, Rodrigo Olivares-Carminal

- 27 – En revanche, les premières contributions académiques françaises appartiennent principalement au droit international économique.<sup>18</sup> Sous cet angle, la question de dettes souveraines rappelle inéluctablement les tensions notionnelles entre la souveraineté des états et l'autonomie de l'arbitrage international en tant que modalité de règlement des différends sur le fondement des traités bilatéraux d'investissements conclus et plus spécifiquement les questions d'immunité souveraine de juridiction et d'exécution. Ces questions sont loin d'être étrangères au débat initial au regard de la judiciarisation croissante du traitement des différends entre créanciers et débiteurs – voir des différends inter-créanciers – en l'absence d'un mécanisme de traitement défini.
- 28 – Aussi, la question de savoir si l'arbitrage international ne constituait pas un mode de règlement à privilégier s'est posée.<sup>19</sup> L'on a vu le recours à cette solution intervenir tant à l'encontre de l'Argentine qu'à l'encontre de la Grèce. Néanmoins – nous le verrons – l'usage de l'arbitrage international au regard des différends nés d'épisodes de défauts s'est montré sous-optimal et insatisfaisant à date.
- 29 – Toujours est-il que quelques travaux français récents ont su synthétiser les principales questions suscitées par le sujet. Aux nombres de ceux-ci on compte un ouvrage sous la direction du Professeur Mathias Audit en 2011<sup>20</sup> ainsi qu'une thèse de Charlotte Julie Rault en 2018.<sup>21</sup>

### *Perspectives du débat économique*

- 30 – En l'absence de mécanismes institutionnels encadrant la mise en exécution des modalités de remboursement de la dette, les renégociations de dettes souveraines engendrent une variété de contentieux. En cas de défaut, des sanctions légales existent mais elles sont bien plus limitées qu'en dette *corporate*.

---

<sup>18</sup> Dette souveraine et main visible du marché : de nouveaux enjeux du droit international privé des contrats – Horatia Muir Watt – Rev. crit. DIP 2015. 331 – voir en la matière plusieurs contributions du Professeur Muir Watt ou encore du Professeur Dominique Carreau.

<sup>19</sup> Sophie Lemaire, 'L'arbitrage d'investissement et la restructuration de dettes souveraines (de l'expérience argentine au cas grec)', (2014), 2014, Revue de l'arbitrage, Issue 1, pp. 53-74

<sup>20</sup> Insolvabilité des Etats et dettes souveraines, Collectif, éd. par Mathias AUDIT, Paris, LGDJ, 2011

<sup>21</sup> Charlotte Julie Rault. Le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines. Droit. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I, 2015

- 31 – La littérature économique s’est alors concentrée sur une question centrale : pourquoi, en l’absence de mécanismes contraignants, la dette souveraine est-elle malgré tout remboursée et comment un marché de la dette souveraine peut exister.<sup>22</sup>
- 32 – La théorie classique de la dette souveraine se concentre ainsi sur les actions des créanciers non-résidents et suggère que les incitations à rembourser la dette souveraine peuvent inclure (i) une perte de réputation sur le marché international du crédit, (ii) des représailles commerciales et (iii) un harcèlement juridique<sup>23</sup>. D’autres modèles<sup>24</sup> se concentrent davantage sur les effets nationaux des défauts de paiement. Dans ce cas, les incitations au remboursement proviennent (i) de la crainte que les défauts de paiement aient des effets négatifs directs sur les agents nationaux que le gouvernement essaie de protéger, ou que (ii) les défauts de paiement puissent être interprétés comme de indicateurs négatifs de la santé de l’économie ou des finances publiques. Ce dernier point peut à son tour conduire les défauts de paiement à s’étendre à un éventail beaucoup plus large de problèmes économiques.

### III - Fondements théoriques de notre étude et objet du mémoire

---

- 33 – De toute évidence, le traitement par le droit des épisodes de défaillances souveraines est insuffisant. Or, la littérature, jusqu’ici empêtrée dans la nécessité de l’action au rythme des crises, s’est efforcée dans un souci constant de pragmatisme de construire des outils contractuels à même d’accompagner les renégociations. Toutefois, cette logique purement ad hoc telle que pratiquée ne nous semble pas à même de proposer un traitement juste et équitable, faute de principes directeurs établis. C’est ainsi que les commentateurs les plus éclairés ont constaté la singularité des obligations souveraines, les décrivant, non sans intérêt, comme des *contracts without law*.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> The Economics and Law of Sovereign Debt and Default, Ugo Panizza, Federico Sturzenegger, and Jeromin Zettelmeyer, *Journal of Economic Literature*, 2009

<sup>23</sup> Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2008b. “This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises.” National Bureau of Economic Research Working Paper 13882

<sup>24</sup> Broner, Fernando, Alberto Martin, and Jaume Ventura. 2006. “Sovereign Risk and Secondary Markets.” National Bureau of Economic Research Working Paper 12783.

<sup>25</sup> Mitu Gulati & George G. Triantis, *Contracts Without Law: Sovereign Versus Corporate Debt*, 75 *University of Cincinnati Law Review* 977-1004 (2007)

- 34 – Face à cette insuffisance du droit, comment concevoir un régime des faillites approprié au phénomène économique et politique qu’est le défaut souverain ?
- 35 – L’aphoriste et journaliste H. L. Mencken ironisait en déclarant qu’à chaque question subtile et complexe, il existe une réponse parfaitement simple et directe, qui est nécessairement fautive. Ne voulant pas trahir son propos, nous gageons alors que notre questionnement explore a minima deux implications fondamentales et intimement liées.
- 36 – De prime abord, il invite à une discussion de nature descriptive, puisqu’il nous faudra analyser la façon dont les pratiques d’endettement souverain se sont développées – ce propos étant de nature à multiplier les exemples historiques – afin de comprendre comment s’y sont surimposés des dispositifs juridiques. Par dispositif, nous entendons un enchevêtrement d’éléments d’ordre conventionnel ou légal afin d’encadrer *par le droit* et traiter *en droit* les épisodes de défauts souverains ; ces derniers ayant pu être traités historiquement hors de tout dispositif (ou régime) juridique par la diplomatie ou par les conflits armés.
- 37 – A ce premier niveau, s’ajoute un propos de nature prescriptive, puisque nous entendons modestement étudier la façon dont ces dispositifs pourraient être plus efficaces.
- 38 – Cette notion invite dans le débat un critère issu du langage microéconomique.
- 39 – Afin de répondre à cette question nous faisons le choix d’étudier les dettes souveraines à l’aune de deux éléments : l’apport tout d’abord de l’analyse économique du droit et la comparaison ensuite avec le droit des faillites privées. Nous faisons le pari que le premier nous apportera une réponse épistémologique, le second un éclairage généalogique.
- 40 – En effet, l’analyse économique du droit, de tradition anglo-saxonne, peut se présenter comme un système d’appréhension des systèmes juridiques au regard de deux critères, propre au langage économique, qui sont la rationalité et l’efficacité et qui nous semblent être des critères pertinents pour la construction d’un processus viable.

#### **IV - Plan et résultats du mémoire**

---

- 41 – S’interroger sur la fondation d’un droit des défauts souverains – ou, par symétrie, d’un droit des états en difficulté – nous oblige tout d’abord à construire l’objet de ce droit par rapport aux ordres juridiques existants. Reprenant ainsi la *summa divisio* proposée par le professeur Jean Dabin dans sa *Théorie générale du droit*, entre d’une part le droit privé

et le droit public et d'autre part le droit interne et le droit international, il nous faudra penser la nature et la place résolument singulières de l'endettement souverain au sein de cette architecture. Il est en effet déterminé aussi bien par la qualité des sujets en relation que la nature contractuelle de *l'instrumentum* qui est le support de cette relation.

- 42 – Identifier la nature hybride de cet objet juridique nous sera nécessaire. Il existe un lien étroit entre la conceptualisation que l'on a d'un objet de droit et son traitement par le droit. Les défauts souverains étaient ainsi historiquement pensés, dans une conception « préjuridique », comme des phénomènes d'ordre éminemment politiques et devant être traités par des ressorts de nature diplomatique. Le passage de l'ordre politique (ou moral) à l'ordre juridique se produit (1) à la faveur d'une standardisation de *l'instrumentum* qu'est le contrat obligataire, (2) à mesure qu'un marché financier international de la dette souveraine se construit et (3) à plus forte raison que des mécanismes d'appréciation de ces dettes souveraines (*pricing* sur le marché côté et notation des États par des agences dédiées) viennent sanctionner la confiance que les marchés placent dans les États. (*Partie 1*).
- 43 – Or, du fait de l'impact des marchés financiers, ils résultent d'une construction contractuelle mercantile suivant une logique purement privée et, partant, les outils traditionnels visant à résoudre les crises et traiter les défaillances sont imparfaits. C'est ainsi que des réponses sont trouvées tout à la fois dans (1) la superposition de mécanismes contractuels *ex ante*, (2) la création de comités de négociations *ad hoc* voire, sur le plan contentieux, (3) le recours aux instances arbitrales, avec un succès inégal. Fort de l'appréhension nouvelle que nous aurons des dettes souveraines, nous nous proposons d'étudier en quoi l'incomplétude des contrats qui en sont le support appelle la création d'une procédure *ex post* qui viendrait encadrer les négociations entre créanciers et débiteurs souverains et parfaire l'architecture juridique internationale en la matière.
- 44 – Une telle évolution du droit nous paraît souhaitable. Nous verrons alors en quoi l'analyse économique du droit peut être un outil de conception et d'étude approprié puisqu'elle est habitée par le souci de l'efficacité et de la rationalité de la règle juridique. Partant, elle conceptualiserait un cadre théorique afin de traiter les renégociations non plus dans une logique de conflit politique, mais dans une logique procédurale de valorisation économique présentée comme vertueuse parce que dépassionnée. Notre recherche n'est pas sans rappeler le passage historique de l'ordre moral à l'ordre juridique qu'a connu le traitement de la faillite par les législateurs européens dès le 19<sup>ème</sup> siècle. Elle devient un

systeme juridique qui s'emploie moins à sanctionner le dirigeant d'entreprise faillis qu'à préserver, et partager le cas échéant, la valeur de l'entité économique en difficulté. Clef de voûte de l'analyse économique du droit des faillites, on peut alors s'interroger sur l'opportunité de passer d'un paradigme de la sanction politique des états faillis à une théorie de la préservation de la valeur des États (*Partie 2*).

**PARTIE I – LA DETTE SOUVERAINE : UN  
OBJET HYBRIDE DU DROIT A  
CONSTRUIRE**

## 1.1. Appréhender la formalisation progressive d'un phénomène politique pré-juridique

---

45 – Nous tenterons premièrement d'étudier la genèse du phénomène politique et économique que constitue la dette souveraine. Par phénomène, nous entendons un ensemble de pratiques qui se développent parce qu'elles sont nécessaires à la vie de la cité et à son financement, et ce, avant que l'on y surimpose progressivement un dispositif juridique dont nous étudierons la nature. Nous montrerons que la dette souveraine correspond initialement à un phénomène appréhendé par une "mentalité pré-juridique", appellation que nous empruntons au juriste et historien du droit Louis Gernet qui, dans son ouvrage *Droit et prédroit dans la Grèce ancienne*<sup>26</sup>, caractérise le pré-droit par quatre traits principaux :

- "l'obligation ; les individus sont liés entre eux par un ensemble d'obligations réciproques, produites par les circonstances ou dépendantes de la condition sociale ou du statut politique des uns et des autres ; ces obligations sont incorporées par les agents sociaux (par exemple, celui qui doit, en pré-droit, est un obligé, et devient, en droit, un « débiteur »).
- la ritualisation ; les questions juridiques ou les affaires judiciaires se règlent sous la forme de rituels extrêmement codifiés, avec des paroles obligées, des gestes et des objets symboliques ; c'est la force de ces rituels qui leur confère leur efficacité ou leur efficience, le formalisme des procédures juridiques ou judiciaires postérieures apparaissant dès lors comme un prolongement et une stylisation du rite.
- l'épreuve comme preuve ; la pensée pré-juridique accorde une place prépondérante au serment, prêté publiquement dans un cadre sacré ; le serment fonctionne comme une preuve et constitue une épreuve de type ordalique ; l'épreuve comme preuve possède une dimension agonistique, elle participe du défi.
- la ratification publique ; c'est un trait essentiel du pré-droit : dans les cas de litige, de contestation ou de conflit, la collectivité est prise à témoin par les parties opposées ; accusation et défense sont publiques, dans le cadre de procédures elles-mêmes

---

<sup>26</sup> L. Gernet, « Droit et prédroit en Grèce ancienne », *L'Année sociologique*, 3e série (1948-49), Paris, 1951, p. 21-119 (repris dans *Anthropologie de la Grèce antique*, Paris, Librairie François Maspero, 1968, p. 175-260).

publiques ; quelle que soit la nature de l'affaire, la collectivité est partie prenante dans le déroulement de l'action juridique ou judiciaire."<sup>27</sup>

La contractualisation puis, en cas de défaut, la renégociation des dettes souveraines nous semble participer historiquement de ces mécanismes pré-juridiques à la faveur de structures politico-économiques resserrées, les cités-états, et dont la légitimité politique et économique ne réclame pas l'intervention d'un formalisme juridique avancé. En période de crise, le défaut est alors traité comme un objet diplomatique conditionné aux intérêts géostratégiques des grandes puissances de l'époque, de sorte que plus le débiteur est important, moins il est imaginable de le contraindre à honorer le service de la dette. Pour le démontrer, nous invoquerons notamment des exemples historiques développés par l'historien et politologue David Stasavage<sup>28</sup>.

### ***1.1.1. La construction progressive des pratiques de contractualisation de dettes souveraine : une approche historique du droit***

#### **Une brève histoire de l'endettement public**

46 – Bien qu'il soit difficile de déterminer avec précision le moment où les emprunts souverains ont commencé, deux critères peuvent nous aider à identifier le moment où les entités politiques ont commencé à utiliser de manière concertée des instruments de dette négociables. Le premier est l'existence des institutions politiques nécessaires à l'émission de la dette publique : (1) des villes, des états et des nations durables aux frontières bien définies, (2) des pratiques contractuelles reconnaissant les entités politiques comme étant capables d'emprunter ; et (3) l'existence de registres pour le paiement et le remboursement (c'est-à-dire des systèmes comptables). Un second critère, factuel, est celui des contraintes du marché : la demande immédiate de crédit de la part de la collectivité doit être supérieure aux recettes fiscales et un nombre suffisamment important d'individus autres que le souverain doit posséder une richesse suffisante pour prêter des sommes substantielles.

---

<sup>27</sup> Philippe Haugeard, « Formes et enjeux du plaid épique : pratique du droit et mentalités pré-juridique (XIIe siècle) », Cahiers de recherches médiévales et humanistes, 25 | 2013, 31-44.

<sup>28</sup> David Stasavage, *States of Credit: Size, Power and the Development of European Polities*, Princeton: Princeton University Press, 2011, 224 pages

- 47 – Bien que les archives écrites fassent état de cas d'emprunts publics répondant à ces critères il y a plus de deux mille ans, des études récentes indiquent que c'est entre 1000 et 1400 après J.-C. que les accords d'emprunt avec les États ont été conclus avec régularité et que les contrats de dette conclus par les souverains ont été de plus en plus normalisés.
- 48 – Les emprunts contractés par les monarques territoriaux dans l'Europe du Moyen Âge tardif, tels que ceux fournis par les banquiers italiens à Édouard III pendant la guerre de Cent Ans (1337-1443), étaient à court terme et portaient des taux d'intérêt élevés. Ce n'est qu'après 1500 que les États territoriaux ont pu emprunter à long terme. Les petites villes-états, en revanche, semblent avoir été en mesure d'emprunter à des échéances plus longues dès les 13<sup>e</sup> et 14<sup>e</sup> siècles. Stasavage affirme que les cités-États étaient en mesure d'emprunter à long terme parce qu'elles étaient des entités politiques resserrées, dominées par les marchands et dotées d'institutions représentatives qui surveillaient le souverain.
- 49 – Une première vague de prêts provient des finances papales dans les années 1260. Bien que riche en théorie, l'Église romaine était gênée par la dispersion géographique de ses biens et d'autres sources de revenus, comme le denier de Pierre. Il s'agissait de l'impôt annuel d'un penny prélevé sur chaque propriétaire anglais possédant des terres d'une certaine valeur, versé au siège papal à Rome depuis l'époque anglo-saxonne jusqu'à sa suppression en 1534, à la suite de la rupture du roi Henri VIII avec Rome. Engagée dans un long conflit avec le Saint-Empire romain germanique, l'Église avait besoin d'un moyen de payer les troupes de ses alliés italiens. La solution trouvée par ses banquiers toscans fut d'anticiper les revenus des biens de l'Église et des droits religieux.
- 50 – L'Église a encouragé les sociétés bancaires à se constituer en sociétés par actions afin de stabiliser cette première forme d'intermédiation financière. Ces nouvelles sociétés bancaires avaient une personnalité juridique indépendante de leurs investisseurs. Leurs actions étaient transférables. Avec le temps, cette nouvelle forme de société leur a permis d'augmenter leur capital et d'accroître leur capacité de prêt en vendant des actions et en attirant des dépôts de particuliers fortunés<sup>29</sup>. Elles utilisaient les revenus qui en résultaient pour accorder des avances à l'Église.

---

<sup>29</sup> Padgett, J. 2012. " Early Capitalism and State Formation ", dans J. Padgett et W. Powell, eds, *The Emergence of Organizations and Markets*. Princeton, NJ : Princeton University Press.

- 51 – Ce modèle papal a ensuite été imité par les cités-États de la péninsule italienne. Les contrats d'endettement prenaient la forme de rentes. Ceux-ci spécifiaient que les prêteurs recevraient un flux de paiements d'intérêts au cours de leur vie ou dans les années suivantes ; le principal n'étant jamais remboursé. Les perpétuités étaient plus liquides car le flux des paiements n'était pas lié au prêteur initial. Elles formaient l'embryon d'un stock permanent de dette publique, puisque les rentes perpétuelles ne pouvaient être rachetées que si la ville générait suffisamment de revenus pour rembourser le principal, ce qui était l'exception à la règle.
- 52 – Les visiteurs de la ville italienne de Pérouse peuvent à ce titre admirer un exemple rare d'extinction du stock de la dette publique. En 1234, la commune a remboursé toute sa dette et a fait ériger une stèle sur la façade de la cathédrale pour commémorer l'événement.
- 53 – Les rentes viagères expiraient au contraire avec le décès de leurs acquéreurs initiaux. Un autre avantage des rentes perpétuelles était qu'elles permettaient aux prêteurs de contourner la doctrine religieuse sur l'usure ; puisque les rentes perpétuelles n'avaient jamais à être remboursées, les théologiens les considéraient comme des contrats légitimes en vertu desquels une partie achetait un flux de revenus futurs à l'autre. Le règlement théologique définitif de la question est intervenu au 15<sup>ème</sup> siècle. Il a ajouté des conditions supplémentaires pour la légitimité des annuités perpétuelles ; cependant, il s'est avéré que celles-ci étaient plus faciles à contourner que l'interdiction initiale de l'intérêt du *mutuum*.<sup>30</sup>
- 54 – La négociabilité des rentes perpétuelles a créé les conditions de l'émergence de marchés secondaires, d'abord au niveau local, puis national et enfin international. En effet, la dette souveraine a été initialement commercialisée auprès des étrangers par le comté de Hollande au 16<sup>ème</sup> siècle.<sup>31</sup> Les investisseurs ont considéré ces titres de la dette publique comme sûrs, liquides et donc utilisables comme garantie sur les marchés de gré à gré. Bien que l'on ne sache pas exactement quand la dette souveraine a été utilisée pour la première fois comme garantie, à la fin du début de la période moderne (du XVI<sup>e</sup> au

---

<sup>30</sup> Munro, J. 2013. " Les rentes et la 'révolution financière' européenne ", dans G. Caprio ed. *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. I, Oxford : Elsevier, pp. 235-249.

<sup>31</sup> Neal, L. et M. Weidenmier 2003. " Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences" dans M. Bordo, A. Taylor et J. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago : University of Chicago Press.

XVIIIe siècle), elle était devenue la principale forme de garantie pour le crédit à court terme en Europe. Par exemple, les obligations de la ville ont été préférées comme gages dans les prêts garantis (*censi consignativi*) à Milan à la fin du 16ème siècle.<sup>32</sup> En élargissant l'espace de garantie, les rentes d'État ont contribué au développement des marchés financiers, à l'expansion du commerce et à l'accélération de la croissance.

- 55 – Dans l'immédiat, l'acceptabilité de la dette publique à long terme comme garantie a réduit les rendements requis. À la fin du début de la période moderne, les cités-États politiquement indépendantes et maîtrisant leur assiette fiscale étaient en mesure d'émettre des titres de créance négociables à long terme à un taux d'environ 5 % nettement inférieur aux taux antérieurs. La liquidité et l'acceptabilité de ces obligations d'État ont à leur tour exercé une pression à la baisse sur les taux des prêts à court terme garantis.
- 56 – L'offre de prêts des cités-États et des monarchies territoriales était motivée par la nécessité de financer des campagnes militaires et de sécuriser les frontières. Les impôts directs et indirects sur le commerce et la consommation pouvaient suffire à maintenir les frontières en temps de paix, mais les campagnes militaires étrangères ou la nécessité de repousser les incursions de troupes étrangères pouvaient submerger les sources de revenus existantes. Le déclin des obligations féodales en matière de service militaire a conduit les souverains à créer des armées à louer, comme les condottieri de Venise, Florence et Gênes.
- 57 – Avec plus de 500 entités européennes se disputant le pouvoir, les guerres étaient fréquentes. La dette souveraine s'est donc développée comme un moyen vital de survie de l'État<sup>33</sup>. Elle permettait à l'État de financer des dépenses dont la taille et la durée étaient incertaines. Ainsi, au fur et à mesure que les États évoluaient et se développaient, souvent en réponse à des guerres, la capacité fiscale faisait de même.
- 58 – À partir du XVIe siècle, la géographie politique de l'Europe se fonde sur les États-nations reconnus lors de la paix de Westphalie en 1648. Parallèlement, les États européens sont

---

<sup>32</sup> De Luca, G. 2008. "Government Debt and Financial Markets: Exploring Pro-Cyclical Effects in Northern Italy during the Sixteenth and the Seventeenth Centuries" in F. Caselli, ed., *Government Debts and Financial Markets in Europe*, London: Picketing and Chatto, pp. 45-66.

<sup>33</sup> Drelichman, M. and H.-J. Voth 2014. *Lending to the Borrower from Hell: Debt, Taxes, and Default in the Age of Philip II*, Princeton: Princeton University Press.

passés de régimes absolutistes à des gouvernements plus limités. Mark Dincecco<sup>34</sup> qu'une plus grande centralisation était propice à la croissance des revenus et à l'augmentation des recettes de l'État. Il affirme que les États centralisés, contrairement aux régimes absolutistes et fragmentés, imposaient des limites aux pouvoirs des dirigeants, et que ces États étaient plus responsables sur le plan fiscal et donc capable d'offrir des rendements souverains plus faibles. Cette évolution de la structure étatique a coïncidé avec le recours croissant à la dette souveraine pour combler les déficits budgétaires et avec l'émergence de marchés secondaires. À partir du milieu du 17<sup>e</sup> siècle, les États européens ont accumulé des dettes souveraines qui semblent positivement modernes en termes de parts du PIB, entre 20 et 60 % du revenu national.<sup>35</sup>

- 59 – Cette transition n'a pas été uniforme et n'a pas non plus évité la nécessité d'expériences coûteuses et parfois infructueuses. Les monarques absolutistes tels que Philippe II d'Espagne finançaient encore leurs campagnes militaires en empruntant auprès de syndicats de banquiers internationaux, dont les plus importants étaient basés à Gênes.
- 60 – Le développement ultérieur de ces instruments s'est produit dans les États suffisamment crédibles pour émettre une dette négociable échangée sur des marchés impersonnels (par opposition à un petit nombre de banquiers bien informés). Les provinces néerlandaises, dans leur longue lutte pour l'indépendance vis-à-vis de la monarchie des Habsbourg, ont été les premières à développer ce modèle. Les Néerlandais ont suivi le modèle italien mais y ont ajouté une coloration internationale, les titres émis par le gouvernement central et les villes étant commercialisés au-delà des frontières de l'État lui-même.
- 61 – Malgré son succès relatif, le modèle néerlandais a été entravé par le fractionnement fiscal, les villes et les provinces se battant pour garder le contrôle de leur assiette fiscale et pour minimiser leur part des dépenses du gouvernement central. Cette tension est apparue à un moment où l'État néerlandais tentait de se mobiliser dans sa lutte contre Louis XIV d'abord, puis contre l'Angleterre. Les Anglais ont mobilisé des ressources financières encore plus importantes une fois qu'ils ont surmonté les limites des finances néerlandaises en développant une base fiscale plus large (la taxe d'accise et un système d'imposition plus efficace collection). John Brewer montre que la Grande-Bretagne a pu plus que

---

<sup>34</sup> Dincecco, M. 2015. "The Rise of Effective States in Europe." *Journal of Economic History* 75, pp. 901-918.

<sup>35</sup> Drelichman, M. and H.-J. Voth 2014, idem, tableau 28, p.248

tripler ses prélèvements fiscaux depuis la fin de l'ère des Stuarts jusqu'à la guerre d'indépendance américaine, ce qui en fait une puissance militaire redoutable, même si elle ne triomphe pas toujours.<sup>36</sup>

- 62 – La décision de faire de la Banque d'Angleterre le banquier officiel du gouvernement en 1694 a renforcé cette évolution. La Banque a fourni un échange de dettes contre des actions, ce qui a soulagé l'État de son surendettement. Elle s'est transformée en agent fiscal de l'État, gérant la masse monétaire et émettant de nouvelles dettes. Les politiques monétaires et fiscales ont été mêlées dans cette nouvelle institution de manière à permettre au gouvernement anglais de se financer aux taux les plus bas d'Europe, en émettant des annuités de 3 %, tout en accumulant le plus grand stock de dette.
- 63 – Les pratiques en matière d'endettement souverain ont donc évolué en réponse aux efforts des souverains pour sécuriser les frontières, étendre le territoire et survivre. Après 1650, les États plus grands et plus centralisés ont de plus en plus souvent possédé l'appareil fiscal permettant de lever des recettes de manière uniforme et ont disposé d'un veto, tel qu'un parlement, pour discipliner et contrôler les dépenses publiques. Conformément aux modèles d'économie politique selon lesquels les États forts dépensent davantage pour les biens publics<sup>37</sup>, les emprunts souverains se sont progressivement détournés du financement de la guerre au profit de la fourniture de biens publics. La dette publique intérieure a pris le premier virage, avec l'émission d'obligations en monnaie nationale pour financer l'éducation et les travaux publics. Avec l'augmentation des revenus, le développement de l'industrie manufacturière et la croissance des villes, les besoins en eau potable, en égouts et en éducation publique se sont accrus. Au 19<sup>ème</sup> siècle, la dette souveraine était utilisée pour tout financer, des travaux d'adduction d'eau et d'égouts aux réseaux ferroviaires, en passant par les ports et les canaux.
- 64 – Cette évolution vers l'investissement public a pris un nouvel élan avec la structuration des marchés financiers mondiaux ; les étrangers en quête de rendement au-delà de leurs frontières l'ont trouvé dans la dette garantie par des projets d'infrastructure, en premier lieu les chemins de fer, mais aussi d'autres investissements. Les actifs étrangers sont

---

<sup>36</sup> Brewer, J. 1989. *The Sinews of Power. War, Money and the English State, 1688-1783*, London: Unwin Hyman.

<sup>37</sup> Acemoglu, D. 2005. "Politics and Economics In Weak And Strong States," *Journal of Monetary Economics*, 52(7): 1199-1226.

passés d'environ 7 % du PIB mondial en 1870 à 20 % au cours de la première décennie du XXe siècle.

- 65 – Les flux de dette intra-européens ont représenté la plus grande part des nouvelles émissions chaque année, mais d'autres régions ont joué un rôle important à certaines périodes. L'Amérique latine, à titre d'exemple, était responsable de près de la moitié de toutes les émissions avant la crise du Baring de 1890, après quoi la part de l'Asie a augmenté, sous l'effet des emprunts du Japon et de la Chine.
- 66 – Les auteurs ont estimé que le stock total de la dette en 1914 dépassait 40 milliards de dollars américains, dont 13,5 milliards de dollars de dette étrangère. La répartition de la dette ne change pas de manière significative du fait de cette couverture géographique plus large. L'Europe était alors le continent le plus endetté. Cette observation n'est pas surprenante. Les pays européens avaient une plus grande capacité fiscale, tandis que les pays émergents dépendaient davantage des financements étrangers et étaient moins en mesure d'emprunter en monnaie locale dans leur pays.
- 67 – Les dettes souveraines se construisent ainsi historiquement comme des outils politiques de financement des campagnes militaires puis des infrastructures publiques. Ils revêtent une forme contractuelle pour en permettre la commercialisation sur des marchés financiers naissants. La facilité d'accès au crédit et ses modalités – taux et maturité – sont alors fonction de la crédibilité de l'entité politique qui s'endette et des compétences de ses institutions en matière de questions fiscales et de gestion des finances publiques.
- 68 – Entre 1250 et 1750, les cités-états, à l'instar de Gênes, Florence, Anvers ou Bruges, trouvent alors historiquement grâce aux yeux des financeurs privés, ainsi que le démontre David Stasavage, et par opposition aux états-territoriaux (France, Castille, Angleterre). La première raison tient à la concentration du pouvoir sur un territoire plus restreint dans les cités-états, là où le pouvoir monarchique exerce sur une autorité bien plus diffuse sur les vastes terres des états-territoriaux. La seconde raison tient à la nature même de la gouvernance exercée par les premiers. Dans les cités-états, la surreprésentation d'une élite marchande au sein des organes de gouvernance de la cité impose un système de contrôle et de gestion de l'endettement public strict, inspiré des pratiques privées. Les cités-états s'endettent ainsi beaucoup plus tôt (dès le milieu du 13<sup>ème</sup> siècle), et surtout la durée de vie des titres de dette est bien plus longue. Dans un souci de crédibilité, les dettes de long terme nécessitent que les emprunteurs affectent, en amont, des ressources

spécifiques à leur remboursement, pour gage de leur crédibilité. Concurrément, le pouvoir monarchique, dans les états territoriaux, n'offre pas les mêmes gages. Par exemple, au XV<sup>ème</sup> siècle, l'Hôtel de ville de Paris qui avait la charge de contrôler l'émission des titres de rente n'a de représentations qu'à Paris même. Or, les émissions de titres de rentes concernent le pays tout entier. Tout ceci contribue à un déficit de crédibilité vis à vis des financeurs privés, qui rejaillit sur la capacité d'émission de dette et leurs coûts.

69 – Il n'est donc pas étonnant que les premiers épisodes de défaut interviennent historiquement au sein d'états territoriaux. Or, dans une conception pré-juridique de l'endettement souverain, c'est-à-dire dans un état du monde tel que ces modalités de financement sont appréhendées en des termes purement politiques – autrement dit de gestion pragmatique de la *πολις* – mais non pas en des termes juridiques, la gestion du défaut est traitée de la même façon.

70 – Aussi, accueilli en des termes purement politiques nous verrons que le défaut souverain est le théâtre de rapports de force entre entités politiques et ne semble trouver de réponse que sur le terrain de la diplomatie ou du conflit armé.

### ***1.1.2. Le traitement du défaut souverain : la diplomatie de la canonnière***

71 – Par diplomatie, nous entendons l'art de concilier les intérêts respectifs des États et de régler leurs rapports mutuels. Ainsi, dire que le traitement du défaut souverain a longtemps été un objet purement diplomatique revient à dire qu'il était pensé comme un phénomène politique par sa nature qui pouvait tendre vers des conflits armés.

72 – Par essence, l'absence de voie d'exécution en cas de défaut souverain favorisait historiquement les États et déséquilibraient les relations qui les unissaient à leurs créanciers, à plus forte raison quand ceux-ci étaient privés. Afin de rééquilibrer ces relations, l'on a assisté à la naissance de la politique de la canonnière. Elle consistait à tirer – ou à menacer de tirer – depuis la mer au canon sur les côtes des États qui ne payaient pas leurs dettes financières. Elle s'interprète donc comme un rééquilibrage des relations entre un débiteur souverain et ses créanciers privés, par l'intervention militaire sur le territoire de l'État débiteur d'un tiers défendant les intérêts de ses créanciers nationaux. Ainsi, une tierce partie suppléait à l'absence de mécanismes de traitements des défauts souverains et aux imperfections contractuelles en mettant en jeu son poids politique et militaire afin d'arbitrer les relations commerciales entre les créanciers privés dont il se

faisait le champion et le débiteur souverain. La nécessité de défendre les intérêts des créanciers nationaux auprès d'un débiteur étranger étaient considérés comme conférant un *jus ad bellum*, une raison légitime d'intervention.

- 73 – Néanmoins, l'intervention militaire dans le pays débiteur reflète toujours les intérêts géostratégiques des grandes puissances. Autrement dit, si le défaut offre un prétexte afin de légitimer l'interventionnisme des puissances européennes, il ne représente pas moins la continuation de la guerre économique par d'autres moyens.
- 74 – L'exemple de l'expédition française au Mexique est un exemple historique éclairant en la matière. Le Mexique, dans les années 1860, se trouve dans une impasse financière et politique notable, puisque son endettement auprès de créanciers étrangers finance des guerres intestines incessantes. En Mai 1861, le gouvernement Juarez refuse de reconnaître la légitimité de ces créances et décide de suspendre le service de la dette londonienne pour une période d'un an, prorogée à deux mois plus tard. Un prétexte légitime d'ordre économique est ainsi tout trouvé pour motiver l'expédition des armées françaises, anglaises et espagnoles.
- 75 – C'est en menaçant de l'usage de la force par leurs états respectifs, que les créanciers européens se sont ainsi assurés du service de la dette des économies latino-américaine à l'instar de l'Argentine, du Brésil ou encore de l'Uruguay entre 1872 et 1902.
- 76 – Cet usage dissuasif de la force est utilisé en décembre 1902 avec l'intervention militaire conjointe de l'Angleterre, de l'Italie et de l'Allemagne au Venezuela. Ces derniers avaient organisé le siège et le bombardement des ports en raison du défaut du Venezuela sur le contingent de dettes contractées sous le mandat du président Cipriano Castro.
- 77 – Cette immixtion fût alors formellement dénoncée par le juriste et ministre des affaires étrangères Luis Maria Drago qui s'y opposa dans une lettre en date du 29 décembre 1902.<sup>38</sup> Son propos, fut théorisé sous l'appellation de la doctrine Drago. Il l'énonçait comme « Le principe [...] selon lequel la dette publique ne peut donner lieu à une intervention armée, et encore moins à l'occupation physique du sol des nations américaines par une puissance européenne. » Il se voulait à la fois comme le corollaire de la doctrine Monroe et la continuation des idées du juriste et diplomate uruguayen Carlos

---

<sup>38</sup> *Les Emprunts d'État et leurs rapports avec la politique internationale*, par Luis M Drago – Paris, A. Pedone, Éditeur, Librairie de la Cour d'Appel et de l'ordre des Avocats, 1907. In-8° (23,5 cm)

Calvo dans *Derecho internacional teórico y práctico de Europa y América (Droit international théorique et pratique de l'Europe et des Amériques)* qui proposait d'interdire l'intervention diplomatique avant tous les recours juridictionnels locaux n'aient été épuisés. Les deux propositions portaient en elle l'idée que le maintien de l'ordre public international nécessite que l'intégrité des états soient préservés et que des solutions pacifiques soient préférées. En outre, il constate ainsi 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 Portugal qui avaient connus des épisodes de défauts similaires. Or, la résolution des faillites souveraines ne saurait se résumer à la loi du plus fort ; autrement dit à une confrontation que se résout par un rapport de force au détriment des états les moins avancés sur la scène internationale.

- 78 – Sa doctrine donna lieu à un débat international sur la légitimité de l'usage de la force dans le recouvrement des créances publiques. 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 Haye. La Cour accorda un traitement préférentiel aux créanciers ressortissants de l'Allemagne, de la Grande-Bretagne et de l'Italie. 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.
- 79 – La Convention concernant la limitation de l'emploi de la force pour le recouvrement des dettes contractuelles, dite Convention Drago-Porter, fut signée à La Haye.<sup>39</sup> Le premier

---

<sup>39</sup> 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.

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 arbitrale. Elle reste néanmoins 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'arbitrage.

80 – Toutefois, 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.

81 – 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'ONU.<sup>40</sup>

## **1.2. La difficulté d'une théorisation juridique d'un objet politique**

---

82 – En retraçant l'histoire des pratiques et des institutions qui président à la contraction de dettes souveraines, nous souhaitons comprendre la façon dont elles se sont lentement déterminées. Néanmoins, nous l'avons vu, la construction des dettes souveraines comme objet *de droit* et traité *en droit* n'a pas donné lieu à une doctrine unifiée mais plutôt à un ensemble épars de pratiques dictées par des impératifs pragmatiques marchands. Ils

---

<sup>40</sup> 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.

confinent parfois à la loi du plus fort, dans le sens où ils reflètent l'ordre politique et les hiérarchies d'influences sur la scène internationale.

### ***1.2.1. La nature hybride des dettes souveraines et la question du droit applicable : une tension entre l'ordre interne et la recherche d'un ordre public***

- 83 – Dès cités-états italiennes du quattrocento à la naissance de l'ICMA, on constate que les débiteurs publics empruntent aux pratiques contractuelles privées telles qu'elles ont été forgées dans le monde bancaire afin de faciliter leur accès au marché de la dette en s'assurant un coût optimal. Néanmoins, par principe, la nature du débiteur pose des questions au regard du droit des immunités qui empêcherait que l'ensemble de l'architecture juridique qui gouverne ce type de relations contractuelles en matière de traitement du défaut et de voies d'exécutions soient applicables. Il en résulte alors ce que les juristes américains Mitu Gulati et George Triantis, des facultés de Duke et de Harvard respectivement, ont appelé des "*contracts without law*".<sup>41</sup> En l'absence d'un ordre externe, un droit des faillites souveraines, auquel le contrat appartiendrait, la gouvernance des relations entre le débiteur et le créancier se fonderait sur un ordre interne au contrat et sur un ensemble de pratiques encadrées uniquement par ses stipulations contractuelles.
- 84 – On perçoit ainsi un tiraillement inhérent à la nature hybride des dettes souveraines que notre perspective historique a révélé. Le modèle de gouvernance vers lequel il tend est celui de la gouvernance de l'endettement privé et selon un ordre interne au contrat et réductible à la volonté des parties. Ce modèle semble appeler de ses vœux un pragmatisme dont Portalis se faisait lui-même le chantre : « Quoi que l'on fasse, les lois positives ne sauraient jamais entièrement remplacer l'usage de la raison naturelle dans les affaires de la vie.<sup>42</sup> »
- 85 – A l'inverse et précisément parce que la portée politique de l'endettement souverain appellerait plus que le simple bon sens commerçant, en cas de défaut souverain, on perçoit, tel que théorisé dès la Doctrine Drago-Porter, la nécessité pour le débiteur d'invoquer un ordre public extérieur au contrat. Il convient alors d'étudier la nature des dettes souveraines contemporaines afin d'en comprendre les spécificités en tant qu'objet de droit.

---

<sup>41</sup> Op. cit.

<sup>42</sup> J.-É.-M. PORTALIS, Discours, rapports et travaux inédits sur le Code civil, Paris, Joubert, 1844, p. 4.

- 86 – En principe, le régime juridique de la dette contractée par des débiteurs souverains auprès de créanciers privés sur des territoires étrangers, et ce, via les marchés financiers, relève de l'ordre interne, c'est-à-dire du droit national choisi par les parties contractantes. Cette dette ayant pour origine un contrat, celui-ci est nécessairement régi par une loi nationale donnée, les litiges éventuels étant soumis à la compétence exclusive de ses tribunaux. Les emprunts souverains des pays émergents sont donc, pour l'essentiel, soumis aux juridictions de la place de New York et de Londres puisque la vaste majorité des encours sont cotés dans ces bourses respectives. Le principe est donc celui du droit national librement choisi par la volonté des parties. L'enjeu du droit applicable révèle néanmoins notamment les inégalités face à l'accès au financement sur les marchés obligataires. L'ensemble des pays développés émettent sur leur place boursière nationale et dans leur droit local du fait de la portée de leur influence et de la confiance qu'inspire leur droit. En revanche, les états en voie de développement sont fortement incités à sinon obligés de s'endetter sur des places étrangères et dans le droit local de ces places afin de bénéficier d'un meilleur accès aux marchés internationaux.
- 87 – La nature spécifique de l'émission d'obligations souveraines a été principalement étudiée au regard du droit des immunités. Elles consistent en deux catégories de privilèges dits (i) de juridiction qui se traduit par l'incapacité de poursuivre un État devant des tribunaux nationaux étrangers et (ii) d'exécution puisque ses biens ne sauraient être soumis aux voies d'exécution de droit commun.
- 88 – Toutefois, ces immunités ne couvrent, en principe, que ses seules actions *de jure imperii*, c'est-à-dire effectuées en tant que « souverain ». En revanche, ses activités « commerciales » ou de *jure gestionis* n'en bénéficient pas. Ainsi que le rappelle Dominique Carreau,<sup>43</sup> toute la question est de savoir dans quelle catégorie se situent les emprunts d'État sur les marchés étrangers. Si l'on adopte un critère fondé sur la *nature* de la transaction plutôt que fondé sur sa *finalité*, ces emprunts d'État se résument à des transactions commerciales et constituerait ainsi des actes de *jure gestionis*. C'est la solution reconnue par la Convention des Nations unies « sur les immunités juridictionnelles des États et de leurs biens » de 2004 (art. 2.1.c)ii). Si, dans son commentaire, la Commission du droit international notait bien qu'il appartenait « au tribunal compétent [...] d'établir dans chaque cas le caractère commercial ou non du

---

<sup>43</sup> Encyclopédie Dalloz, Répertoire de droit international, 3 vol., dir. D. Carreau, P. Lagarde et H. Synvet

contrat » en cause, elle indiquait on ne peut plus clairement que « les obligations émises (par un État) sur les marchés des capitaux d'un autre État » relevaient de l'ordre commercial.

- 89 – On constate toutefois en pratique un traitement différent selon que le débiteur soit celui qui émet des dettes ou celui qui tente de restructurer sa dette en renégociant les modalités avec ses créanciers. Ainsi, la Cour de cassation italienne<sup>44</sup>, de son côté, a considéré que si l'émission de titres sur les marchés financiers s'apparentait à un acte privé (acte de *jure gestionis*), en revanche, les mesures prises pour restructurer sa dette servaient l'intérêt public, protégeaient la population dans un contexte historique de crise et appartenaient donc à la catégorie des actes de *jure imperii*.
- 90 – La jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE), remarquent Dominique Carreau et Caroline Kleiner<sup>45</sup> n'est pas aussi nette. Dans un arrêt Fahnenbrock de la CJUE, celle-ci reconnaît que les actions juridictionnelles en indemnité pour trouble de la possession et de la propriété, en exécution contractuelle et en dommages et intérêts introduites par des personnes privées, titulaires d'obligations d'État, contre l'État émetteur, rentrent dans la catégorie de la « matière civile et commerciale » délimitant le champ d'application notamment du règlement no 1393/2007 du 13 novembre 2007 relatif à la signification et à la notification dans les États membres des actes judiciaires et extrajudiciaires en matière civile ou commerciale et du règlement no 1215/2012 du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale (Bruxelles I bis) – sauf si l'émetteur avait exercé « sa puissance publique » de par « l'exercice de pouvoirs exorbitants », ce qui n'était pas le cas dans l'affaire de la restructuration de la dette grecque telle que portée devant les tribunaux allemands<sup>46</sup>. En revanche, dans ses conclusions sous ces affaires, qui invitaient à la solution inverse, l'avocat général Bot soulignait nettement que si « les emprunts obligataires émis par les États sont considérés comme rentrant dans la catégorie d'actes accomplis de *jure gestionis*, soumis aux règles générales applicables à ce type d'obligations », il convenait de relever que l'exercice ultérieur par l'État de son pouvoir

---

<sup>44</sup> Décis. 27 mai 2005, no 11225, RDIPP 2005. – v. BONAFÉ, State Immunity and the Protection of Private Investors : the Argentine Bonds Case before Italian Courts, Italian Y.B.Int'l L., 2006, 165).

<sup>45</sup> Op. cit.

<sup>46</sup> CJUE 11 juin 2015, Fahnenbrock c/ République hellénique, aff. jointes C-226/13, 245/13, 247/13 et 578/13).

de législateur ayant, par une norme spécifique et concrète, porté une atteinte directe à l'économie des obligations émises, avait, par cette mesure visant à assurer la sauvegarde de l'organisation financière et économique de la République hellénique et, plus largement, à préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble, manifestait l'exercice de la puissance publique.

- 91 – Le même avocat général, dans ses conclusions sous l'affaire *Hellenische Republik c/ Leo Kuhn*<sup>47</sup> invitait à la même solution que celle qu'il avait préconisée mais qui n'avait pas été suivie dans l'arrêt *Fahnenbrock*. Le litige opposant un particulier autrichien ayant acheté des obligations de l'État grec à la République hellénique visant à obtenir l'exécution des conditions d'emprunt ou une indemnité en raison de l'inexécution de celles-ci ne devrait pas relever de la matière civile ou commerciale, dès lors que ce litige « trouve sa source matérielle dans un acte de puissance publique par lequel ont été imposées rétroactivement, dans des conditions et des circonstances exceptionnelles, la conversion des titres et la modification des conditions d'emprunt initiales, afin d'éviter que l'État grec ne soit en défaut et de garantir la stabilité de la zone euro ». La Cour de Justice admet que « la manifestation de [l'exercice de prérogatives de puissance publique] résulte tant de la nature et des modalités des modifications de la relation existant entre la République hellénique et les propriétaires des titres obligataires souverains en cause au principal que des circonstances exceptionnelles dans lesquelles ces modifications sont intervenues ».
- 92 – En introduisant des clauses d'action collective de façon rétroactive, l'État a modifié, unilatéralement, les conditions de remboursement des titres de sa dette. Mais surtout – et c'est ce qu'il convient de noter – la Cour relève que ces modifications unilatérales se justifiaient non seulement par la nécessité de restructurer la dette publique grecque mais aussi d'assurer la stabilité financière de la zone euro.
- 93 – On peut y voir une manifestation de la Cour de Luxembourg de la reconnaissance de la nécessité de défendre l'intérêt collectif de la zone euro, au détriment de certains investisseurs, solution qui ne peut qu'être approuvée. En toute hypothèse, l'exclusion de ce type de litige de la matière « civile et commerciale » empêche toute application des textes de droit international privé reposant sur cette notion.

---

<sup>47</sup> Conclusions présentées le 4 juill. 2018, aff. C-308/17

### 1.2.2. *Les inefficiences du traitement du défaut souverain*

94 – Les processus de restructuration de dettes tels qu’ils sont aujourd’hui construits sont à l’image du tiraillement consubstantiel aux dettes souveraines, précédemment décrit, entre d’une part un traitement diplomatique confinant à l’ordre politique ou un traitement judiciaire confinant à l’ordre juridique auquel le contrat est rattaché. Au sein même de ce second ordre, les processus oscillent entre un fondement basé exclusivement sur l’ordre interne (et privé) du contrat, ou l’économie même du contrat et de ses stipulations ex ante constituent la loi des parties et d’autre part, la nécessité d’invoquer un ordre public international. Par ordre public international, nous entendons le recours à des principes de justice supérieurs tels qu’ils pourraient nécessairement limiter l’autonomie de la volonté des parties au sens de notre article 6 du code civil. Cette idée ne s’épuise pas ici. Elle peut se référer aussi à la notion d’exception d’ordre public ou en droit international privé elle désigne le mécanisme d’éviction d’une loi étrangère<sup>48</sup> et celui de filtrage de la reconnaissance des décisions étrangères. Elle se retrouve également dans le domaine de l’arbitrage international (où l’ordre public devient « transnational »)<sup>49</sup> dans le contexte européen ou en droit international public avec le *jus cogens*.<sup>50</sup> Il est aussi utile de ne pas se limiter à la seule terminologie française dans la mesure où la plupart des contentieux relatifs à la dette souveraine se déroulent devant les juridictions newyorkaises ou britanniques.<sup>51</sup> Dans ce contexte, la notion « d’ordre public » laisse place à son équivalent en *common law*<sup>52</sup>, celle de *public policy* se définissant comme les « *principles and standards regarded by the legislature or by the courts as being of fundamental concern to the state and the whole of society* »<sup>53</sup>.

---

<sup>48</sup> P. Mayer / v. heuzé, *Droit international privé*, Paris, Montchrestien, 10e éd., 2010, pp. 149 et s.

<sup>49</sup> P. Lallye, « Ordre public transnational (ou réellement international) et arbitrage international », *Revue de l’Arbitrage*, 1986, n° 3, pp. 329 et s.

<sup>50</sup> C. Picheral, *L’ordre public européen : Droit communautaire et droit européen des droits de l’homme*, Paris/Aix-en-Provence, La Documentation française/CERIC, 2001.

<sup>51</sup> Bismuth Régis. 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. In: *Annuaire français de droit international*, volume 58, 2012. pp. 489-513;

<sup>52</sup> On parle d’ailleurs de « transnational public policy » pour désigner l’ordre public transnational dans le contexte de l’arbitrage international. Sur cet aspect, voy. M. ForTeau, « L’ordre public ‘transnational’ ou ‘réellement international’ – L’ordre public international face à l’enchevêtrement croissant du droit international privé et du droit international public », *JDI*, 2011, pp. 3 et s.

<sup>53</sup> *Black’s Law Dictionary*, 9th ed., 2009, p. 1267

- 95 – Ce débat n'est pas sans rappeler la controverse en philosophie du droit sur ce qui constitue la source créatrice intrinsèque des obligations. Elle s'avère à notre sens particulière féconde en matière souveraine.
- 96 – Pour les partisans de la théorie de l'autonomie de la volonté – exprimée en des termes kantien - chaque contractant est libre de contracter, comme de ne pas contracter (donc de conserver sa liberté) et ne s'oblige que par son consentement éclairé aux termes de la convention. En revanche, une convention passée valablement devra être exécutée, conformément à la maxime *pacta sunt servanda*, la volonté des contractants devant être d'autant plus respectée qu'elle a été donnée librement. Les juges new-yorkais confinent à cette interprétation en déclarant lors du contentieux Argentine contre NML Capital : « *[i]n New York, a bond is a contract [...]. Thus, the parties' dispute over the meaning of the Equal Treatment Provision presents a 'simple question of contract interpretation'* ». <sup>54</sup>
- 97 – En revanche, deux théories viennent nuancer la théorie de l'autonomie de la volonté qui a fait école en droit continental. Le solidarisme contractuel tout d'abord est fondé sur le principe que les rapports entre les individus sont par essence déséquilibrés à l'état de nature – pour parler en des termes rousseauistes. Ainsi, il conviendrait que les intérêts de la partie la plus faible soient pris en considération pour éviter que « le renard puisse flâner dans le poulailler en toute liberté contractuelle. » <sup>55</sup> La théorie de l'utile et de justice, d'un autre côté, développée notamment par Jacques Ghestin, pense la pratique contractuelle en interaction avec un principe supérieur de justice contractuelle. il est donc faux de faire reposer la liberté contractuelle sur le postulat que tous les contrats sont des ententes négociées dans le meilleur intérêt des contractants. Au surplus, le consentement éclairé n'est pas à lui seul suffisant pour assurer une justice contractuelle efficace, car si l'on transige dans un marché captif, c'est-à-dire lorsqu'on se retrouve dans une situation où on est obligé de contracter, la force obligatoire du contrat ne repose définitivement plus sur l'autonomie de la volonté <sup>56</sup>. Les deux conditions qui déterminent le contrat sont l'utilité et la justice.

---

<sup>54</sup>NML Capital, Ltd. v. The Republic of Argentina (08 Civ. 6978 (TPG), 09 Civ. 1707 (TPG), 09 Civ. 1708 (TPG)) (S.D.N.Y., December 7, 2011).

<sup>55</sup> M. Jean Cédras, Rapport annuel de la Cour de cassation, 2003, p.3

<sup>56</sup> J. Ghestin, « la notion de contrat » *dalloz*, vol. 2, 1990 et voir. Lefebvre, B. (1996). La justice contractuelle : mythe ou réalité ? *Les Cahiers du droit*, 37(1), 17–30.

98 – On perçoit alors à quel point cette conception des contrats peut être féconde en matière d'endettement souverain. Le contrat aurait une utilité sociale en ce qu'il est l'instrument des échanges économiques. Il doit en outre être déterminé de part en de part par une idée de justice, qui peut s'entendre dans son sens le plus minimal comme une conformité au droit mais qui peut notamment recouvrir une notion de justice distributive en remettant à chacun la part qui lui revient *de droit*. Ainsi, le droit qui régleme les rapports entre les cocontractants en période de crise contient nécessaire une idée de la valeur des biens échangés. C'est en orientant le débat vers la question du traitement de la valeur que l'analyse économique du droit nous est précieux.

**PARTIE II – LA DETTE SOUVERAINE : UN  
REGIME DES FAILLITES SOUVERAINES  
EFFICIENT AU REGARD DU DROIT DES  
FAILLITES PRIVEES**

## 2.1. La difficulté de traiter la défaillance nait directement de cette nature hybride

---

- 99 – Dans la perspective de ces débats théoriques, nous entendons très précisément étudier les mécanismes contemporains de traitement de la dette souveraine (2.1.) afin de dégager de l'analyse économique du droit des principes à même de pallier les inefficiences de cette architecture du défaut souverain (2.2.)
- 100 – Fort de ce constat, c'est ce processus de négociation spécifique, et ces acteurs, que nous entendons décrire dans la présente partie. Cette architecture repose, à notre sens, sur un socle ternaire : (i) des stipulations ex ante incorporées au contrat qui guident le processus de renégociation en cas d'EoD, (ii) l'intervention du FMI dans ses rôles de surveillance et de financement inscrits dans ses statuts et (iii) l'encadrement des négociations par des comités ad hoc à l'instar du Club de Paris regroupant 22 des états créanciers les plus influents sur la scène internationale. Elle reflète ainsi l'hybridation juridique qui préside au traitement des restructurations souveraines entre un (i) régime privé contractuel, (ii) un régime public international et (iii) un régime diplomatique ad hoc.

### 2.1.1. *Des renégociations à l'ombre du Le Club de Paris : coordonner les créanciers publics pour influencer les créanciers privés*

- 101 – Le principal forum international pour la restructuration des créances bilatérales officielles est le Club de Paris, un groupe informel de 22 pays créanciers qui travaillent ensemble depuis les années 1950 pour trouver des solutions coordonnées et durables aux problèmes de dette des pays.
- 102 – Le Club de Paris a six grands principes qui sous-tendent et guident ses travaux. Il s'agit de la *solidarité* (les membres agissent en tant que groupe), du *consensus* (les décisions sont prises par consensus), de *l'échange d'informations* (les membres partagent leurs points de vue et leurs informations), de *l'approche au cas par cas* (les décisions sont adaptées à chaque débiteur individuel), de *la conditionnalité* (en particulier, le pays doit avoir un programme approprié soutenu par le FMI) et de la *comparabilité de traitement*.<sup>57</sup> Ce dernier principe stipule qu'un pays débiteur qui signe un accord avec ses créanciers du Club de Paris ne doit pas accepter de ses créanciers privés - et non membres du Club de

---

<sup>57</sup> <http://www.clubdeparis.org/en/communications/page/the-six-principles>

Paris - des conditions de traitement de sa dette moins favorables pour le débiteur que celles convenues avec le Club de Paris. Cela signifie, en substance, que ces créanciers doivent utiliser les conditions du Club de Paris comme base de référence pour leurs propres négociations.<sup>58</sup>

- 103 – Une part importante des nouveaux prêts bilatéraux officiels provient désormais de pays n'appartenant pas au Club de Paris, comme la Chine et l'Inde. À moins que les créanciers hors Club de Paris n'acceptent de restructurer leurs crédits au sein du Club de Paris sur une base ad hoc, l'emprunteur souverain devra négocier bilatéralement avec chaque pays prêteur. Ce processus non coordonné de restructuration des dettes bilatérales est à la fois douloureux et coûteux.
- 104 – Le Club de Paris a conclu 433 négociations fructueuses avec 90 pays au cours des soixante dernières années. Depuis son premier traitement de la dette en 1956 jusqu'à la fin des années 1980, le Club de Paris a surtout traité avec des pays confrontés à des crises de liquidités. Par conséquent, jusqu'en 1987, tous les accords ont été conclus selon les "**conditions classiques**" : des rééchelonnements non concessionnels avec un profil de remboursement négocié au cas par cas, mais sans allègement nominal de la dette. Ces rééchelonnements soutenaient les pays bénéficiant de programmes d'ajustement du FMI.
- 105 – Avec la crise de la dette des années 1980, les pays à revenu faible et intermédiaire ont commencé à être confrontés à des problèmes plus importants de viabilité de la dette. Le Club de Paris a donc assoupli ses conditions en créant les **conditions de Venise** en 1987, qui ont allongé les délais de remboursement et de grâce. Les conditions de Toronto ont été créées en 1988 pour les pays les plus pauvres et les plus lourdement endettés et ont permis des traitements concessionnels en prévoyant pour la première fois l'annulation de la dette (annulation de 33 % des crédits non APD (aide publique au développement) et rééchelonnement très concessionnel des créances APD). En 1990, les créanciers du Club de Paris ont créé les **conditions de Houston**, conçues pour les pays à revenu moyen

---

<sup>58</sup> Le procès-verbal agréé du Club de Paris comprendra le cas échéant la clause suivante : « Afin d'assurer un traitement comparable de sa dette due à tous ses créanciers extérieurs publics ou privés, le gouvernement de l'état débiteur s'engage à rechercher rapidement auprès de tous ses créanciers extérieurs des accords de réduction de la dette et de réorganisation à des conditions comparables à celles énoncées dans le présent procès-verbal agréé, tout en essayant d'éviter toute discrimination entre les différentes catégories de créanciers ". En conséquence, le gouvernement de l'état débiteur s'engage à accorder à toutes les catégories de créanciers - et en particulier aux pays créanciers ne participant pas au présent procès-verbal agréé et aux créanciers privés - un traitement qui ne soit pas plus favorable que celui accordé aux pays créanciers participants [du Club de Paris]. »

inférieur, qui ont allongé les périodes de remboursement (les périodes de remboursement hors APD ont été portées à 15 ans et les périodes de remboursement de l'APD ont été portées à 20 ans avec un maximum de 10 ans de grâce), ont permis le rééchelonnement des crédits d'APD à un taux concessionnel et ont permis des échanges de dettes sur une base bilatérale et volontaire pour les créances d'APD. Considérant que les vulnérabilités de la dette étaient encore élevées en 1991 pour les pays à faible revenu, le Club de Paris a remplacé ses conditions de Toronto par les **conditions de Londres** qui ont augmenté le taux d'annulation de la dette de 33% à 50%.

106 – Avec l'adoption de conditions de plus en plus concessionnelles, le Club de Paris a reconnu que la situation de la dette extérieure des pays à faible revenu, principalement en Afrique, était devenue extrêmement difficile et décourageait la croissance économique future. Pour ces pays, même l'utilisation intégrale des mécanismes traditionnels de rééchelonnement et de réduction de la dette - ainsi que la poursuite de l'octroi de financements concessionnels et la mise en œuvre de politiques économiques saines - ont été jugées insuffisantes pour atteindre des niveaux d'endettement extérieur viables dans un délai raisonnable et sans soutien extérieur supplémentaire.

107 – Ainsi, en 1994, le Club de Paris a décidé de traiter les stocks de dette de certains pays en créant **les conditions de Naples**, qui ont remplacé **les conditions de Londres**. Pour les pays les plus pauvres et les plus endettés, le niveau d'annulation était d'au moins 50% et pouvait être porté à 67% des crédits éligibles hors APD. Le rééchelonnement des créances d'APD a été prolongé jusqu'à 40 ans. En 1996, le niveau d'annulation a de nouveau été relevé (jusqu'à 80 %) pour les créances non APD assorties de conditions lyonnaises. Selon ces termes, des traitements de stock ont été mis en œuvre pour la toute première fois pour les pays ayant établi des antécédents satisfaisants à la fois avec le Club de Paris et le FMI et pour lesquels il y avait une confiance suffisante dans leur capacité à respecter l'accord de dette.

108 – En 1996, la communauté financière internationale s'est rendu compte que la dette extérieure d'un certain nombre de pays à faible revenu, principalement africains, était devenue insoutenable et a lancé l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), qui visait à placer la dette des pays les plus pauvres et les plus endettés sur une trajectoire viable, notamment en incluant dans les traitements de la dette des créances multilatérales qui n'avaient jamais été restructurées auparavant. En 1999, les créanciers du Club de Paris ont décidé de renforcer l'initiative PPTE afin d'offrir une annulation de la dette plus rapide et plus large à un grand nombre de pays. En conséquence, le Club de

Paris a remplacé ses **conditions de Lyon** par les **conditions de Cologne** qui ont augmenté le taux d'annulation de la dette des créances hors APD, pour les pays déclarés éligibles à l'initiative PPTE renforcée, de 80 à 90% ou plus au cas par cas. En outre, tous les créanciers du Club de Paris ont accepté de fournir des efforts supplémentaires à l'assistance de l'initiative PPTE, sur une base bilatérale.

109 – Entre-temps, en 2003, les créanciers du Club de Paris ont convenu d'une nouvelle approche, **l'approche d'Évian**, pour traiter les pays non PPTE, en leur offrant des traitements plus adaptés (échelonnés) et concessionnels. Selon cette approche, un traitement de la dette peut prendre différentes formes en fonction des résultats de l'analyse de viabilité de la dette effectuée par le FMI : traitement des flux, reprofilage des stocks et réduction des stocks (dans des cas exceptionnels). Les traitements seraient échelonnés de sorte que les pays ne puissent bénéficier pleinement du traitement concessionnel que s'ils conservent au fil du temps des antécédents solides dans le cadre de leurs programmes soutenus par le FMI.

### **2.1.2. Le rôle du FMI dans la restructuration de dettes souveraines**

110 – En raison de ses rôles de surveillance et de financement inscrits dans ses statuts, le FMI joue souvent un rôle central dans le processus de restructuration de la dette, comme décrit ci-dessous :

- **Financement** : Le FMI fournit un financement de la balance des paiements "sous des garanties adéquates" (*par exemple*, la conditionnalité) à un pays membre qui met en œuvre un programme d'ajustement économique. La réussite de ce programme est censée aider le pays membre à surmonter le problème de sa balance des paiements, lui permettre de rembourser le FMI et favoriser la stabilité de manière plus générale, notamment en prévenant ou en atténuant les retombées sur d'autres pays.
- **Le "déclencheur"** : La nécessité pour un pays de procéder à une restructuration de sa dette dépend de l'analyse de viabilité de la dette (AVD), de la faisabilité de l'ajustement des politiques et de la disponibilité du financement auprès de toutes les sources disponibles (y compris le FMI et d'autres créanciers). L'AVD du FMI joue donc un rôle dans la décision de procéder ou non à une restructuration de la dette (que ce soit dans le cadre d'un programme d'ajustement soutenu par le FMI ou en dehors).

- **L'enveloppe de financement** : L'AVD du FMI identifie aussi efficacement l'enveloppe des ressources disponibles pour le paiement du service de la dette aux créanciers officiels et privés, ce qui est crucial pour ancrer les délibérations entre le débiteur et ses créanciers.
- **Processus** : En général, le FMI encourage ses membres à s'engager dans un processus de collaboration avec leurs créanciers lorsqu'ils cherchent à obtenir une restructuration. Au-delà, le FMI laisse les détails spécifiques de la stratégie de restructuration de la dette au débiteur et à ses conseillers juridiques et financiers. Dans les cas de pré-défaillance, le FMI n'insiste pas sur une forme particulière de dialogue entre le débiteur et ses créanciers. Dans les cas de post-défaillance, le FMI est guidé par sa politique de "prêts aux arriérés", qui fixe des normes plus spécifiques pour le dialogue entre les créanciers et les débiteurs, notamment en évaluant si le membre fait un effort de bonne foi pour parvenir à un accord de collaboration avec ses créanciers.
- **Équité inter-créanciers** : Le FMI n'intervient pas sur les questions d'équité entre créanciers. Sa politique de "prêts aux arriérés" fait toutefois une distinction entre les créances officielles et privées. Dans certains cas, les créanciers sont susceptibles d'accepter une certaine différenciation dans le traitement de leurs créances, car cela permettrait de limiter l'ampleur des perturbations économiques, de maintenir l'accès au marché et de préserver la stabilité financière.

111 – La politique d'arriérés du FMI lui permet de prêter à un souverain ayant des arriérés envers des créanciers privés externes, uniquement si le membre fait un "effort de bonne foi" pour parvenir à un accord de collaboration avec ses créanciers privés. Bien que la politique ne précise pas exactement quel type de comportement constitue la "bonne foi", elle fixe implicitement des attentes quant à l'étendue du dialogue entre le débiteur et ses créanciers.

112 – La Politique de prêts aux arriérés officiels permet aux négociations entre un débiteur et ses créanciers bilatéraux officiels de se dérouler dans l'ombre de la politique du FMI en matière de prêts aux arriérés officiels (la politique "LIOA"). Le FMI avait traditionnellement une politique stricte de non-solvabilité des arriérés non résolus envers les créanciers bilatéraux officiels. Compte tenu de l'évolution du paysage des créanciers officiels -- en vertu de laquelle la majorité des financements du secteur public aux pays à faible revenu sont désormais fournis par des créanciers n'appartenant pas au Club de Paris -- la politique a été modifiée en 2015 pour permettre au FMI de prêter dans des arriérés

officiels non résolus lorsque l'un des critères suivants est rempli : (i) les créanciers y consentent ; (ii) il existe une minute représentative agréée par le Club de Paris ; (iii) s'il n'existe pas de minute représentative agréée par le Club de Paris, le débiteur négocie de bonne foi avec le créancier pour résoudre les arriérés et la décision du FMI d'accorder un financement malgré les arriérés n'aurait pas d'effet négatif indu sur sa capacité à accorder des financements à l'avenir.

113 – Les créanciers bilatéraux officiels couverts par les termes anticipés du "procès-verbal agréé" du Club sont considérés comme résolus aux fins du programme du Fonds. S'appuyant sur le principe de comparabilité de traitement du Club de Paris, le Fonds considère que les créanciers bilatéraux officiels non-membres du Club de Paris restructureront la dette de l'État membre dans des conditions similaires à celles des créanciers du Club de Paris.

114 – Le FMI bénéficie du statut de créancier privilégié, ce qui signifie que ses propres créances seront exclues du processus de restructuration. Il s'agit d'une priorité de facto, et non juridique, généralement reconnue par toutes les parties prenantes, y compris les créanciers officiels bilatéraux et privés. Le financement du FMI est subordonné à la prise de mesures par le pays membre pour remédier à ses déséquilibres économiques sous-jacents, un processus qui contribue à garantir que les autres créanciers verront leurs créances restructurées également remboursées.<sup>59</sup> D'autres institutions financières internationales, comme la Banque mondiale et les banques régionales de développement, sont aussi généralement considérées comme des créanciers privilégiés.<sup>60</sup>

## **2.2.L'ingénierie contractuelle dans les processus de renégociations de dettes : décourager les tentations de faire cavalier seul.**

---

115 – Pour la grande majorité des créanciers du secteur privé touchés par la détresse financière d'un débiteur souverain, accepter une restructuration de leurs créances est la seule solution praticable puis le débiteur n'aura pas les ressources nécessaires pour payer toutes ses dettes aux conditions initiales. Passer par des procédures judiciaires pour toute ou partie de ces créances ne change rien à cette réalité. L'entité souveraine n'aura pas l'argent

---

<sup>59</sup> Fonds monétaire international, 'Review of Fund Facilities - Analytical Basis for Fund Lending and Reform Options' Policy Paper (6 février 2009)

<sup>60</sup> Rieffel, *Restructuring Sovereign Debt* (Brookings Institution Press 2003).

nécessaire pour payer toutes les créances dans leur intégralité, que les demandeurs émanent des créanciers dans le cadre contractuel où revêtent la force de choses jugées dans le cadre de tentatives de procédures d'exécution.

- 116 – Mais ce qui est inéluctable pour la grande majorité des créanciers – à savoir un règlement négocié et consensuel – peut nourrir un comportement parasitaire dans la bonne marche des négociations pour le petit nombre ou le seul prêteur qui est prêt à rompre les rangs avec les autres créanciers. La théorie est simple. Si le débiteur souverain bénéficie d'un allègement de la dette de la part de la plupart de ses prêteurs, cela augmentera la probabilité que le souverain dispose de l'argent nécessaire pour rembourser un créancier non-conformiste importun qui refuse de se joindre à la restructuration et menace d'engager des poursuites judiciaires. Dans le jargon de la restructuration de la dette souveraine, ces créanciers non-conformistes sont des "holdouts creditors" ou, créanciers récalcitrants. Toute l'ingénierie juridique et contractuelle tient en matière de renégociations à empêcher ces types de comportements.
- 117 – Il existe une croyance populaire selon laquelle les créanciers récalcitrants tentent de retarder ou de faire dérailler les restructurations de la dette souveraine. Ce n'est pas le cas. En fait, le créancier récalcitrant ne prospère que si tous ou la plupart de ses collègues créanciers acceptent d'alléger la dette de l'État souverain ; plus l'allègement de la dette est important, mieux c'est du point de vue du créancier récalcitrant. Si le contingent des *loups solitaires* dans une restructuration de la dette souveraine est d'une taille significative, les prédispositions financières qui sous-tendent l'ensemble de l'exercice sont minées et les perspectives des récalcitrants d'obtenir un recouvrement préférentiel diminuent. De par leur nature même, ces comportements sont individualistes et ne se régulent pas en tant que groupe mais nécessite l'adoption de mécanismes efficaces d'un point de vue microéconomique.
- 118 – Même si les créanciers récalcitrants ne font pas dérailler une restructuration de la dette, ils peuvent causer des dégâts considérables après sa clôture. Le travail du débiteur souverain est donc d'utiliser une combinaison de mesures incitatives et de mesures décourageantes afin de modeler ces comportements. Ainsi, l'ingénierie contractuelle dans son immense souplesse se fait le support de cet exercice.
- 119 – Ainsi, un débiteur souverain qui cherche à encourager la participation de créanciers privés à une restructuration de la dette peut être en mesure d'offrir à ses prêteurs un avantage sous la forme d'une amélioration des conditions contractuelles. Si les instruments de dette originaux que l'État souverain tente de restructurer comportent des protections juridiques

moins solides pour le détenteur – comme le choix de la loi de l'État souverain comme loi applicable à l'instrument, la soumission à la juridiction des tribunaux locaux, l'absence de protections contre les défaillances croisées, etc, il peut exercer des modifications incitatives.

120 – L'exemple récent le plus visible d'une telle mise à niveau s'est produit dans le cadre de la restructuration de la dette grecque en 2012. La plupart des obligations concernées par cette restructuration étaient régies par le droit grec, une caractéristique qui a facilité leur restructuration à l'aide d'un "mécanisme de vote par catégorie" imposé par la loi. Dans le cadre de la restructuration, toutefois, le gouvernement grec a offert aux détenteurs participants de nouvelles obligations régies par le droit anglais (et donc non soumises au parlement grec).

121 – Un exemple beaucoup plus ancien est l'échange d'obligations russes en 2000. Contrairement à la Grèce, cette opération n'a pas donné lieu à une mise à niveau du droit applicable (les anciennes et les nouvelles obligations étaient régies par le droit anglais). Les anciens instruments, cependant, étaient des obligations émises par une banque d'État, la Vnesheconombank, tandis que les nouveaux instruments étaient des euro-obligations de la Fédération de Russie bénéficiant de toutes les caractéristiques contractuelles des obligations destinées aux marchés internationaux (y compris des clauses d'accélération croisée étendues). Des euro-obligations de ce type avaient été émises par la Russie depuis 1996 et constituaient la seule catégorie de titres de créance de la Fédération de Russie qui avait survécu indemne à la défaillance de la Russie en 1998-2000. Les autorités russes offraient donc aux créanciers un type d'instrument de dette qui n'avait jamais été entaché par un défaut de paiement, ce qui laisse penser que les autorités auraient des raisons de maintenir ce type d'instrument exempt de défaut à l'avenir (ce qui a effectivement été le cas).<sup>61</sup>

122 – La technique consistant à améliorer les caractéristiques juridiques d'un contrat de dette pour inciter les créanciers à accepter une offre de restructuration était une caractéristique essentielle des échanges d'obligations Brady au début des années 1990. Dans tous les cas

---

<sup>61</sup> Voir Alejandro Santos, "Debt Crisis in Russia : The Road From Default to Sustainability" in David Owen and David O. Robinson (eds), *Russia Rebounds* (International Monetary Fund 2003) 154 ; Federico Sturzenegger and Jeromin Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises* (MIT Press 2007) ; Sergei Gorbunov, "The Russian Federation : From Financial Pariah to State Reformer" dans Barry Herman, José Antonio Ocampo et Shari Spiegel, *Overcoming Developing Country Debt Crises* (Oxford University Press 2010).

sauf deux, le montant limité des obligations qui avaient été émises par les pays émergents soumis à une restructuration de leur dette dans les années 1980 avait continué à être servi normalement malgré les restructurations simultanées des prêts bancaires, des crédits bilatéraux, des lignes commerciales et des dépôts interbancaires. Pendant un certain temps au moins (jusqu'à la fin des années 1990), les obligations souveraines ont bénéficié d'un halo qui laissait supposer (sans toutefois le promettre) une exemption des futures restructurations de la dette. Comme condition à l'octroi de l'allégement de la dette requis par le plan Brady, les banques commerciales prêteuses de l'époque ont donc exigé que leurs prêts syndiqués - qui avaient été restructurés en série au cours de la décennie précédente - soient remplacés par de nouvelles obligations, immédiatement baptisées "obligations Brady".

- 123 – Les clauses d'action collective ("CAC") constituent peut-être l'outil le plus courant pour traiter les créanciers récalcitrants dans les obligations souveraines. Les CAC, longtemps caractéristique des obligations régies par le droit anglais, ont fait leur apparition dans les obligations souveraines régies par le droit new-yorkais au début des années 2000. Dans leur forme de première génération, les CAC permettaient à une majorité qualifiée de détenteurs d'obligations d'une émission obligataire spécifique (généralement 75 %) de lier la minorité de *la même émission* aux conditions d'une restructuration.
- 124 – Bien que ces CAC de première génération "série par série" aient été utiles, ils comportaient le risque qu'un créancier, ou un groupe de créanciers, obtienne une position de vote de blocage dans une série particulière et annule ainsi le fonctionnement du CAC dans cette série. La vulnérabilité des CAC de première génération face aux créanciers holdout a été démontrée lors de la restructuration grecque de 2012. Les holdouts ont obtenu une position de blocage dans environ la moitié des séries d'obligations grecques régies par le droit étranger, empêchant ainsi le fonctionnement des CAC.
- 125 – Reconnaissant les limites des CAC série par série, quelques émissions internationales d'obligations souveraines prévoient une forme limitée d'agrégation sous la forme de CAC "à deux branches"
- 126 – C'est ainsi qu'en 2003, à la demande insistante des pays du G10, des clauses d'action collective ont été introduites dans les obligations souveraines régies par le droit de New York, à commencer par une obligation des États-Unis du Mexique émise en février 2003. Le Mexique a utilisé une forme conventionnelle de CAC qui ne fonctionnait que dans les quatre coins de l'obligation contenant la clause. Dans le cas d'une restructuration de la dette impliquant plusieurs séries d'obligations contenant de telles clauses, un vote CAC

distinct serait nécessaire pour chaque série. C'était une faiblesse des CAC traditionnels - il peut être relativement facile pour les créanciers récalcitrants d'accumuler une position de blocage de 25 % dans une seule série.

- 127 – Quatre mois<sup>62</sup> après l'émission mexicaine, l'Uruguay a restructuré ses obligations internationales en mai 2003 et a incorporé un CAC "agrégé" dans les nouveaux instruments. Le CAC agrégé permet à tous les détenteurs de toutes les séries de voter ensemble sur une proposition de restructuration, ce qui rend plus difficile pour un créancier récalcitrant d'accumuler une position de blocage. La clause de l'Uruguay est devenue le modèle des CAC agrégés dits "à deux branches", tels que ceux adoptés dix ans plus tard par les membres de l'Union monétaire européenne pour toutes les obligations souveraines de la zone euro émises après le 1er janvier 2013.
- 128 – Les émetteurs peuvent réduire la menace de holdouts en cas de restructuration en émettant des obligations dans le cadre d'une structure fiduciaire. Les structures fiduciaires réduisent la menace de holdout en centralisant les pouvoirs d'exécution entre les mains du fiduciaire. Les structures fiduciaires peuvent également avoir l'avantage de protéger les fonds versés au titre du service de la dette contre les saisies des créanciers.<sup>63</sup> Les obligations souveraines internationales sont généralement émises dans le cadre de conventions d'agence fiscale (CAF) ou de structures fiduciaires. Dans le cadre d'une CAF, l'agent fiscal agit en tant que mandataire de l'émetteur, et sa principale responsabilité consiste à effectuer les paiements du principal et des intérêts aux détenteurs d'obligations. Dans le cadre de structures fiduciaires ("trust indenture" en droit new-yorkais ou "trust deed" en droit anglais), un fiduciaire d'obligations agit au nom des détenteurs d'obligations en tant que groupe et a un certain nombre de responsabilités envers eux.
- 129 – Historiquement, les obligations souveraines internationales régies par les lois de New York et d'Angleterre ont eu tendance à être émises dans le cadre de CAF, car les CAF sont légèrement moins chères et plus faciles à mettre en œuvre que les structures

---

<sup>62</sup> Voir Lee C. Buchheit, "How Ecuador Escaped the Brady Bond Trap" (2000) 19(12) *International Financial Law Review* 17 ; Buchheit et Pam (n31) ; Lee C. Buchheit et G. Mitu Gulati, "How to Restructure Venezuelan Debt (¿Cómo restructurar la deuda venezolana ?)" (2017) *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No.* 2017-52.

<sup>63</sup> Voir Lee C. Buchheit, " Trustees versus Fiscal Agents in Sovereign Bonds " (17 octobre 2018).

< [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3095768](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3095768) >

fiduciaires. Toutefois, ces dernières années, le recours aux structures fiduciaires a augmenté, en particulier pour les obligations régies par le droit new-yorkais.<sup>64</sup>

130 – La créativité juridique en la matière est illimitée. Il est intéressant de constater qu'elle repose sur une certaine appréciation – certes encore minimale – de la psychologie des cocontractants afin de concevoir des mécanismes incitants certains contemporains et sanctionnant d'autres.

131 – C'est en cela que l'efficience, entendu en microéconomie comme la relation entre le résultat d'un processus et les ressources et moyens utilisés pour l'atteindre est un critère d'appréciation des restructurations de dettes souveraines qui nous semble pertinent. Si nous sacrifions volontiers aux critiques visant les théories qui érigent l'efficience en critère suprême de toutes architectures juridiques, force est de constater que les restructurations sont des processus éminemment coûteux pour les débiteurs, et la société plus généralement. Ainsi, concevoir un état du droit qui permet le partage de la valeur le plus juste et cela, en utilisant le moins de ressources possible, peut être raisonnablement considéré comme utile à l'intérêt général.

### ***2.2.1. Les apports de l'analyse économique du droit pour la construction d'un régime des faillites souveraines efficient et nécessaire à l'intérêt général***

132 – C'est en cela que l'analyse économique du droit ou *Law and Economics* dont les origines se situent à l'orée des années 1960 aux États-Unis et, plus précisément, à l'École de Chicago,<sup>65</sup> peut être invité dans ce débat théorique – nous nous étonnons d'ailleurs de son absence dans la littérature jusqu'ici alors même qu'elle a fait école dans l'ensemble des branches de la Common Law. Sous son acception normative, elle étudie notamment les implications de la poursuite de l'efficience économique en tant que facteur de bien-être social et de richesse collective<sup>66</sup> ; en faisant ainsi un but légitime d'un système juridique.

133 – L'un des fondements de cette appréhension du droit par l'économie est la théorie des contrats qui entend étudier les relations d'échange entre des agents économiques, en tenant

---

<sup>64</sup> "Rapport d'étape sur l'inclusion de dispositions contractuelles renforcées dans les contrats de dette souveraine" Document d'orientation (18 septembre 2015) <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Progress-Report-on-Inclusion-of-Enhanced-Contractual-Provisions-in-International-Sovereign-PP4983>

<sup>65</sup> Voir Georges Ripert, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 1re éd, Paris, LGDJ, 1946.

<sup>66</sup> Ejan Mackaay et Alain Parent, *Précis d'analyse économique du droit*, Québec, La Grande école de la francophonie, 2015 à la p 4.

compte des contraintes institutionnelles et informationnelles qui s'imposent à eux. Nous présenterons succinctement deux piliers de l'analyse économique contractuelle afin d'éclairer leur intérêt en matière de restructurations de dette souveraine : (i) la théorie des coûts de transaction d'une part et (ii) la théorie des contrats incomplets de l'autre.

134 – Les travaux de Williamson sont explicitement une extension de ceux de Ronald Coase. Ces travaux clarifient le concept de coûts de transaction qui étaient définis par Coase comme des coûts correspondant aux coûts de recherche d'information, de négociation des contrats, de contractualisation répétée etc. Williamson pose deux hypothèses concernant le comportement des agents :

- La rationalité limitée<sup>67</sup> : les agents ont des capacités cognitives limitées. Lorsque l'environnement est complexe, ils ne peuvent pas envisager tous les événements possibles et calculer parfaitement les conséquences de leurs décisions. Cela se traduit notamment au moment de contractualiser.
- L'opportunisme des agents : c'est une conséquence de la rationalité limitée. Puisque le contrat ne peut pas prévoir toutes les alternatives possibles, un agent peut être tenté d'adopter un comportement opportuniste pour favoriser ses intérêts au détriment de ceux des autres.

135 – Or, la rationalité limitée et l'opportunisme augmentent les coûts de transaction, en particulier les coûts de conception et de suivi des contrats. Williamson fait également des hypothèses sur les caractéristiques des transactions :

- La spécificité des actifs : un actif est dit spécifique s'il nécessite des investissements spécifiques. Il s'agit d'investissements durables, réalisés pour réaliser une transaction particulière, et qui ne peuvent être redéployés sans coût vers d'autres usages.
- L'incertitude sur les conditions de réalisation de la transaction peut augmenter son coût (par exemple, l'incertitude liée à des perturbations exogènes à la transaction).
- La fréquence de la transaction : plus une transaction est répétée, plus les contractants ont des opportunités d'être opportunistes, ce qui augmente d'autant les coûts de transaction.

---

<sup>67</sup> Williamson O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, 1985. Traduction française : *Les institutions de l'économie*, InterEditions, 1994.

Williamson a reçu le prix Nobel d'économie en 2009, il l'a partagé avec Elinor Ostrom.

- 136 – Williamson théorise ainsi très précisément les tentations de faire cavalier seul dans les procédures de restructurations de dettes souveraines. Cela tient à l’opportunisme des agents économiques qui favoriseront toujours leurs intérêts au détriment des contreparties.
- 137 – L’économiste Oliver Hart à partir de ces fondations, construit un modèle qui théorise l’incomplétude des contrats.<sup>68</sup> Un contrat est incomplet lorsqu’il n’est pas possible de prévoir, et donc d’écrire, ce qui doit se passer dans tous les cas possibles. Les parties contractantes ne peuvent pas énumérer tous ces cas, ni même les imaginer tous. Lorsqu’une circonstance imprévue se produit, il est possible de renégocier pour interpréter ou redéfinir les termes du contrat. C’est cette renégociation qui est le concept central des modèles de contrats incomplets. Notons que cette hypothèse de contrats incomplets est également celle faite par Williamson, dès lors qu’il postule la rationalité limitée des agents.
- 138 – Ce qui distingue cependant la théorie des contrats incomplets de celle des coûts de transaction, ce sont les solutions proposées à cette incomplétude. Pour Williamson, c’est l’autorité qui donne à son détenteur un pouvoir discrétionnaire, c’est-à-dire le pouvoir de prendre des décisions dans toutes les situations non prévues par le contrat. Pour la théorie des contrats incomplets, c’est l’attribution de droits de propriété qui donne au propriétaire le droit de disposer de la ressource en cas d’incertitude.
- 139 – La théorie des contrats incomplets développée par Grossman, Hart et Moore était initialement présentée comme une tentative de formaliser l’analyse de l’intégration verticale de la théorie des coûts de transaction. Cependant, la théorie des contrats incomplets s’en est ensuite éloignée en introduisant la possibilité de renégociation des contrats.<sup>69</sup>
- 140 – Dans un article séminal, Oliver Hart et John Moore étudie très précisément la relation qui existe entre l’incomplétude d’un contrat et les modalités de renégociation futures de celui-ci. Lors de la rédaction d’un contrat, il est souvent impossible pour les parties de spécifier

---

<sup>68</sup> Hart O. et Moore J. (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy*, 98(6).

<sup>69</sup> **Incomplete Contracts and Renegotiation**, Oliver Hart and John Moore, *Econometrica*, Vol. 56, No. 4 (Jul., 1988), pp. 755-785 (31 pages)

toutes les éventualités pertinentes. En particulier, elles peuvent être incapables de décrire les états du monde de manière suffisamment détaillée pour qu'une personne extérieure (les tribunaux) puisse vérifier ultérieurement quel état s'est produit, et le contrat sera donc incomplet. Les parties peuvent compenser cette incomplétude dans une certaine mesure en intégrant au contrat un mécanisme permettant de réviser les termes de l'échange au fur et à mesure qu'elles reçoivent des informations sur les avantages et les coûts.

- 141 – Une conclusion frappante de notre analyse est que, puisque les parties peuvent annuler le contrat initial et en rédiger un nouveau, la forme que peuvent prendre les révisions est fortement limitée. De plus, ces limites dépendent de manière cruciale des moyens de communication dont disposent les parties au cours du processus de révision. Compte tenu des attentes rationnelles des parties, le fait que des révisions et/ou des renégociations auront lieu aura une incidence sur la forme du contrat initial. Moins évident, peut-être, est le fait qu'il sera dans l'intérêt des parties d'essayer de *contraindre* dans le contrat original le résultat final du processus de révision/renégociation.
- 142 – En d'autres termes, les parties sont confrontées au problème de la conception d'un jeu de révision optimal à jouer une fois qu'une circonstance qui n'était pas prévu dans la réalité initiale du contrat se produit, afin de produire de redistribuer les valeurs de façon appropriée dans ce nouvel état du monde.
- 143 – On comprend ainsi distinctement qu'il ne saurait y avoir une rupture totale dans les modalités de traitements entre le débiteur au moment de la contraction et le débiteur au moment du défaut, l'un fonctionnant selon des principes contractuels privés tandis que le second participe à un processus complexe ad hoc au croisement du judiciaire et du diplomatique. La liberté contractuelle étant toujours limitée par des apories informationnelles, un traitement juste doit prévoir des modalités de renégociations du contrat dès lors que l'état du monde – entendu comme une transformation du contexte informationnelle, une crise par exemple, est différent.

### **2.2.2. *Principes d'un régime des faillites souveraines efficient au regard du droit des faillites privées***

- 144 – Ces problématiques ont été longuement discutées en matière de droit des faillites privées par l'analyse économique du droit. C'est pourquoi nous pensons qu'un regard en miroir permettrait d'enrichir les pratiques en matière de restructurations souveraines.
- 145 – Une question fondamentale pour le droit de la faillite des entreprises est de savoir pourquoi il existe en premier lieu. Pourquoi existe-t-il des règles spéciales qui ne s'appliquent qu'en cas de détresse financière ? C'est la question que se pose Anthony J. Casey.<sup>70</sup> Selon lui, la réponse conventionnelle du droit et de l'économie - connue sous le nom de *creditor bargain theory* (CBT) identifie deux objectifs fondamentaux du droit de la faillite : recréer des négociations hypothétiques et respecter les droits des créanciers hors faillite.
- 146 – La CBT développée dans les années 1980 aux États Unis par Thomas Jackson et Douglas Baird<sup>71</sup>, part du constat de ces difficultés inhérentes pour essayer de déterminer les règles de droit susceptibles d'apporter une réponse satisfaisante au problème de coordination des créanciers. Cette théorie est demeurée fondamentale à l'approche économique des procédures collectives.
- 147 – Le point central de la CBT est que les limitations des droits des créanciers, c'est à dire leur incapacité à pouvoir exiger immédiatement le remboursement de leurs créances arrivant à maturité, sont justifiées uniquement à la condition qu'elles correspondent à ce qu'aurait été accepté dans une négociation hypothétique ex ante par les parties prenantes elles-mêmes, conscientes des dangers qui viennent d'être exposés<sup>72</sup>.
- 148 – L'apport de Casey remet en question la théorie de la négociation des créanciers et présente une alternative : Le seul objectif du droit de la faillite des entreprises est de résoudre le

---

<sup>70</sup> Anthony J. Casey, "Chapter 11's renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy"

<sup>71</sup> V. Thomas H. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », *Yale Law Journal* 91, no 5 (1982): 857-907; Douglas G Baird et Thomas H Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », *The University of Chicago Law Review* 51 (1984): 97 ; Thomas H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* (Beard Books, 2001)

<sup>72</sup> V. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 860: "a system designed to mirror the agreement one would expect the creditors to form among themselves were they able to negotiate such an agreement from an ex-ante position"; Les créanciers accepteraient, pour utiliser l'image homérique, de se lier au mât dans leur propre intérêt. Pour un usage de cette image pour expliquer les limitations ex ante de la liberté d'action par des règles juridiques, v. Jon Elster, *Ulysses Unbound*, 2000

problème des contrats incomplets en situation de détresse financière du débiteur. Parce que la détresse financière est difficile à prévoir au moment de la contractualisation, les relations impliquant un débiteur en difficulté sont régies par des contrats incomplets qui lient les cocontractants. Tous les débiteurs en difficulté sont confrontés à ce même problème de *hold-up* destructeur de valeur, d'où la pression pour une solution uniforme. L'objectif du droit de la faillite des entreprises est de fournir cette solution.

- 149 – Aux États-Unis, le chapitre 11 du Code des faillites met en œuvre cet objectif sous la forme d'un cadre de renégociation ex post des contrats incomplets. Ce cadre impose une surveillance judiciaire et répartit le pouvoir de négociation pour minimiser les tentatives de *holdout* entre ceux qui ont des intérêts dans une entreprise en difficulté. En un sens, il met en place des garde-fous qui donnent aux parties la possibilité de négocier tout en les empêchant de s'engager dans des formes extrêmes de *holdout*. Bien que ce cadre ne repose sur aucune négociation hypothétique ex ante et n'accorde aucune déférence particulière aux droits non liés à la faillite, il constitue l'attribut fondamental du chapitre 11.
- 150 – La nécessité d'avoir un régime juridique qui pense et préserve la valeur est essentielle en matière de dettes souveraines. Pour beaucoup de pays en difficulté, des processus de renégociations à rallonge empêche la reprise économique et les scénarios de retour à la croissance.

# CONCLUSION GÉNÉRALE

- 151 – On constate ainsi que le passage d'un ordre diplomatique du traitement de la dette souveraine à un ordre juridique du traitement de la dette souveraine est nécessaire. Il participe de ce que l'on peut théoriser comme un passage du πόλεμος (polemos) à l'ἄγών (agon), autrement de la guerre économique à l'action encadrée par un dispositif de régulation des négociations que permet le droit.
- 152 – Ce passage de l'ordre politique à l'ordre juridique est d'autant plus essentiel qu'en matière politique le concept qui régit les interactions est celui de concurrence entre les états. Or, en matière juridique, ce principe est celui d'une justice qui peut s'entendre procéduralement comme un traitement équitable qui permet de prendre acte des rapports de forces inhérents aux situations de détresse financière.
- 153 – En effet, les rapports de force ne sont pas tant cadrés par la position du point de vue purement contractuelle : débiteur ou créancier mais plutôt comme l'ensemble des leviers d'actions réelles des acteurs. C'est ainsi qu'un droit juste des faillites doit encadrer plus fortement les pays en voie de développement précisément par que les populations en sont les plus fragiles. C'est pourquoi rattacher à l'ordre juridique le traitement des restructurations de dettes souveraines ne revient pas à le rendre apolitique et dépassionné afin d'en faciliter le traitement ordonné mais plutôt à assumer pleinement la responsabilité des gouvernements contractant des dettes sur le temps long vis-à-vis des populations qui supportent – notamment à travers la question fiscale – le paiement de ces dettes.
- 154 – Aussi, l'analyse économique du droit qui soutiendrait l'appréciation de la valeur à préserver dans ce processus gagnerait à s'éloigner des modèles microéconomiques classiques pour construire une réflexion sur les bases du droit du développement tel que pensé par Amartya Sen et, plus récemment Esther Duflo.<sup>73</sup> On trouvait les prémisses d'un droit du développement dans la pensée du juriste Michel Virally<sup>74</sup>. Cette question n'est pas veine : elle part du principe que la justice doit se baser sur une réalité du monde telle que certains états sont plus vulnérables face aux créanciers privés que d'autre, et partant, que les populations de ces états doivent être protégées contre des périodes de récession liées à des procédures de restructuration inefficaces.
- 155 – Ce faisant, cette architecture du droit des faillites souveraines est d'autant plus légitime politiquement qu'elle sera assise sur un mécanisme juridique soucieux de la préservation

---

<sup>73</sup> Le Développement humain. Lutter contre la pauvreté (I), Paris, Le Seuil / République des idées, 2010, 103 p. (ISBN 978-2-02-101474-7)56

<sup>74</sup> Virally Michel. Vers un droit international du développement. In: Annuaire français de droit international, volume 11, 1965. pp.

de la valeur – et des perspectives de développement – de l’entité politique débitrice. On perçoit alors en quoi ce droit gagnerait à se conformer à ce que Michel Foucault appelait non plus un droit des gouvernants mais un « droit des gouvernés ». <sup>75</sup> Il s’agirait d’un droit trans-étatique qui s’opposerait aux abus des gouvernements et leurs excès de pouvoirs. Il se définirait comme le « droit à vivre, à être libre, à partir, à n’être pas persécuté – bref (...) la légitime défense à l’égard des gouvernements. ». <sup>76</sup>

---

<sup>75</sup> . Foucault, « Face aux gouvernants, les droits de l’homme », Dits et écrits, t. 2, n°355, p. 1526. Ce droit trouverait des relais dans les ONG naissantes (Amnesty international, Terre des hommes, etc.) et par conséquent sortirait du cadre de la souveraineté étatique exercée sur un territoire. Autrement dit, au lieu de la société civile inventée par les économistes libéraux au XVIIIe siècle (Smith, Fergusson) c’est-à-dire une société civile conçue comme une population composée d’hommes d’intérêts, gérée par l’État selon la grille d’intelligibilité de l’économie, il serait envisageable de retourner la société civile contre l’État non plus dans un rapport d’intériorité mais d’extériorité, en la projetant sur la scène internationale et la dotant de droits supra-étatiques opposables aux États (ibid., p. 1527 : « Amnesty International, Terre des hommes, Médecins du monde sont des initiatives qui ont créé un droit nouveau, celui des individus privés à intervenir effectivement dans une réalité dont les gouvernants ont voulu se réserver le monopole, ce monopole qu’il faut arracher peu à peu et chaque jour. »)

<sup>76</sup> G. Deleuze, « Post-scriptum sur les sociétés de contrôle », Pourparlers, éd. Minuit, 2003, pp. 240-247.

# BIBLIOGRAPHIE

1. Acemoglu, D. 2005. "Politics and Economics In Weak And Strong States," *Journal of Monetary Economics*, 52(7): 1199-1226.
2. Alejandro Santos, "Debt Crisis in Russia : The Road From Default to Sustainability' in David Owen and David O. Robinson (eds), *Russia Rebounds* (International Monetary Fund 2003) 154 ; Federico Sturzenegger and Jeromin Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises* (MIT Press 2007) ; Sergei Gorbunov, 'The Russian Federation : From Financial Pariah to State Reformer" dans Barry Herman, José Antonio Ocampo et Shari Spiegel, *Overcoming Developing Country Debt Crises* (Oxford University Press 2010).
3. Anthony C. Gooch, Linda B. Klein, *Documentation for Derivatives: Annotated Sample Agreements and Confirmations for Swaps and Other Over-the-counter Transactions*, Volume 1, 1993.
4. Anthony J. Casey, "Chapter 11's renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy"
5. Bismuth Régis. 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. In: *Annuaire français de droit international*, volume 58, 2012. pp. 489-513;
6. Black's Law Dictionary, 9th ed., 2009, p. 1267
7. Brewer, J. 1989. *The Sinews of Power. War, Money and the English State, 1688-1783*, London: Unwin Hyman.
8. Broner, Fernando, Alberto Martin, and Jaume Ventura. 2006. "Sovereign Risk and Secondary Markets." National Bureau of Economic Research Working Paper 12783.
9. C. Picheral, *L'ordre public européen : Droit communautaire et droit européen des droits de l'homme*, Paris/Aix-en-Provence, La Documentation française/CERIC, 2001.
10. Charlotte Julie Rault. *Le cadre juridique de la gestion des dettes souveraines*. Droit. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I, 2015
11. CJUE 11 juin 2015, *Fahnenbrock c/ République hellénique*, aff. jointes C-226/13, 245/13, 247/13 et 578 /13).
12. David Stasavage, *States of Credit: Size, Power and the Development of European Politics*, Princeton: Princeton University Press, 2011, 224 pages
13. De Luca, G. 2008. "Government Debt and Financial Markets: Exploring Pro-Cyclical Effects in Northern Italy during the Sixteenth and the Seventeenth Centuries" in F. Caselli, ed., *Government Debts and Financial Markets in Europe*, London: Picketing and Chatto, pp. 45-66.
14. Dette souveraine et main visible du marché : de nouveaux enjeux du droit international privé des contrats – Horatia Muir Watt – Rev. crit. DIP 2015. 331 – voir en la matière plusieurs contributions du Professeur Muir Watt ou encore du Professeur Dominique Carreau.
15. Dincecco, M. 2015. "The Rise of Effective States in Europe." *Journal of Economic History* 75, pp. 901-918.

16. Drelichman, M. and H.-J. Voth 2014, idem, tableau 28, p.248
17. Drelichman, M. and H.-J. Voth 2014. *Lending to the Borrower from Hell: Debt, Taxes, and Default in the Age of Philip II*, Princeton: Princeton University Press.
18. Ejan Mackaay et Alain Parent, Précis d'analyse économique du droit, Québec, La Grande école de la francophonie, 2015 à la p 4.
19. Encyclopédie Dalloz, Répertoire de droit international, 3 vol., dir. D. Carreau, P. Lagarde et H. Synvet
20. Fonds monétaire international, 'Review of Fund Facilities - Analytical Basis for Fund Lending and Reform Options' Policy Paper (6 février 2009)
21. Foucault, « Face aux gouvernants, les droits de l'homme », Dits et écrits, t. 2, n°355, p. 1526.
22. G. Deleuze, « Post-scriptum sur les sociétés de contrôle », Pourparlers, éd. Minuit, 2003, pp. 240-247.
23. Georges Ripert, Aspects juridiques du capitalisme moderne, 1re éd, Paris, LGDJ, 1946.
24. Hart O. et Moore J. (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy*, 98(6).
25. How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades, Buchheit, Chabert, DeLong and Zettelmeyer, PIIE, 2019
26. <http://www.clubdeparis.org/en/communications/page/the-six-principles>
27. Incomplete Contracts and Renegotiation, Oliver Hart and John Moore, *Econometrica*, Vol. 56, No. 4 (Jul., 1988), pp. 755-785 (31 pages)
28. Insolvabilité des Etats et dettes souveraines, Collectif, éd. par Mathias AUDIT, Paris, LGDJ, 2011
29. J. Ghestin, « la notion de contrat » dalloz, vol. 2, 1990 et voir. Lefebvre, B. (1996). La justice contractuelle : mythe ou réalité ? *Les Cahiers du droit*, 37(1), 17–30.
30. J.-É.-M. PORTALIS, Discours, rapports et travaux inédits sur le Code civil, Paris, Joubert, 1844, p. 4.
31. Jakson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 860: "a system designed to mirror the agreement one would expect the creditors to form among themselves were they able to negotiate such an agreement from an ex-ante position"; Les créanciers accepteraient, pour utiliser l'image homérique, de se lier au mât dans leur propre intérêt. Pour un usage de cette image pour expliquer les limitations ex ante de la liberté d'action par des règles juridiques, v. Jon Elster, *Ulysses Unbound*, 2000
32. Jérôme Sgard. Faillite souveraine, négociation privée et nouvelle architecture financière internationale. *L'économie mondiale 2004*, La Découverte, pp.71-82, 2003
33. *Knighthood Master Fund LP & Ors v. The Bank of New York Mellon & Anr*, High Court of Justice, Chancery Division : HC14B03236 constitue aussi un cas représentatif.
34. L. Gernet, « Droit et prédroit en Grèce ancienne », *L'Année sociologique*, 3e série (1948-49), Paris, 1951, p. 21-119 (repris dans *Anthropologie de la Grèce antique*, Paris, Librairie François Maspero, 1968, p. 175-260).

35. Le Développement humain. Lutter contre la pauvreté (I), Paris, Le Seuil / République des idées, 2010, 103 p. (ISBN 978-2-02-101474-7)56
36. Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat, Rec. cours La Haye 1923-I, p. 293, spéc. p. 342 s.
37. Lee C. Buchheit, " Trustees versus Fiscal Agents in Sovereign Bonds " (17 octobre 2018).
38. Lee C. Buchheit, "How Ecuador Escaped the Brady Bond Trap" (2000) 19(12) International Financial Law Review 17 ; Buchheit et Pam (n31) ; Lee C. Buchheit et G. Mitu Gulati, "How to Restructure Venezuelan Debt (¿Cómo restructurar la deuda venezolana ?)" (2017) Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2017-52.
39. *Les Emprunts d'État et leurs rapports avec la politique internationale*, par Luis M Drago – Paris, A. Pedone, Éditeur, Librairie de la Cour d'Appel et de l'ordre des Avocats, 1907. In-8° (23,5 cm)
40. M. Jean Cédras, Rapport annuel de la Cour de cassation, 2003, p.3
41. 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.
42. Mitu Gulati & George G. Triantis, *Contracts Without Law: Sovereign Versus Corporate Debt*, 75 University of Cincinnati Law Review 977-1004 (2007)
43. Munro, J. 2013. " Les rentes et la 'révolution financière' européenne ", dans G. Caprio ed. *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. I, Oxford : Elsevier, pp. 235-249.
44. Neal, L. et M. Weidenmier 2003. " Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences" dans M. Bordo, A. Taylor et J. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago : University of Chicago Press.
45. *NML Capital Ltd v. Republic of Argentina*, que nous étudierons, en est l'exemple le marquant.
46. *NML Capital, Ltd. v. The Republic of Argentina* (08 Civ. 6978 (TPG), 09 Civ. 1707 (TPG), 09 Civ. 1708 (TPG)) (S.D.N.Y., December 7, 2011). *Revue de l'Arbitrage*, 1986, n° 3, pp. 329 et s.
47. P. Lallye, « Ordre public transnational (ou réellement international) et arbitrage international »,
48. P. Mayer / v. heuzé, *Droit international privé*, Paris, Montchrestien, 10e éd., 2010, pp. 149 et s.
49. Padgett, J. 2012. " Early Capitalism and State Formation ", dans J. Padgett et W. Powell, eds,
50. Philippe Haugeard, « Formes et enjeux du plaid épique : pratique du droit et mentalités pré-juridique (XIIe siècle) », *Cahiers de recherches médiévales et humanistes*, 25 | 2013, 31-44.
51. Pitchford, Rohan, and Mark L. J. Wright. "Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment." *The Review of Economic Studies* 79, no. 2 (2012): 812-37

52. Rapport d'étape sur l'inclusion de dispositions contractuelles renforcées dans les contrats de dette souveraine" Document d'orientation (18 septembre 2015) <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Progress-Report-on-Inclusion-of-Enhanced-Contractual-Provisions-in-International-Sovereign-PP4983>
53. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2008b. "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises." National Bureau of Economic Research Working Paper 13882
54. Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs, Fang, Schumacher, Trebesch, ECB, 2020
55. Rieffel, *Restructuring Sovereign Debt* (Brookings Institution Press 2003).
56. Sophie Lemaire, 'L'arbitrage d'investissement et la restructuration de dettes souveraines (de l'expérience argentine au cas grec)', (2014), 2014, Revue de l'arbitrage, Issue 1, pp. 53-74
57. Sovereign Debt Management, Collectif, éd. par Lee Buccheit et Rosa Lastra, 16 janvier 2014
58. Sovereign Debt Restructuring: the Centrality of the IMF's Role, Hagan, PIIE, 2020
59. The Economics and Law of Sovereign Debt and Default, Ugo Panizza, Federico Sturzenegger, and Jeromin Zettelmeyer, Journal of Economic Literature, 2009
60. *The Emergence of Organizations and Markets*. Princeton, NJ : Princeton University Press.
61. The EU Architecture to Avert a Sovereign Debt Crisis, Rodrigo Olivares-Carminal
62. Thomas H. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », Yale Law Journal 91, no 5 (1982): 857-907; Douglas G Baird et Thomas H Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », The University of Chicago Law Review 51 (1984): 97 ; Thomas H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* (Beard Books, 2001)
63. Virally Michel. Vers un droit international du développement. In: Annuaire français de droit international, volume 11, 1965. pp.
64. Williamson O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, 1985. Traduction française : Les institutions de l'économie, InterEditions, 1994.