

Faillite souveraine, négociation privée et nouvelle architecture financière internationale

Jérôme Sgard *



p. 71-82

Le Fonds monétaire international, les ministres des Finances du G7, les milieux financiers privés et les cercles académiques ont été agités au cours des deux dernières années par un débat feutré mais très vigoureux : fallait-il adopter la proposition formulée en novembre 2001 par Anne Krueger, la numéro deux du Fonds, de créer un tribunal de faillite pour les États souverains ? Ou était-il préférable de s'en tenir à une règle de coordination plus légère définie par les seuls acteurs privés ? Ou bien encore, troisième option, était-il plus simple de continuer de traiter le problème de manière pragmatique et improvisée, au cas par cas, comme on l'a fait ces dernières années ?

La proposition du FMI – baptisée *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) – était la plus radicale, la plus innovante et aussi la plus séduisante au plan intellectuel. Fonctionnant sur des principes comparables à ceux des tribunaux de commerce, une nouvelle instance devait être créée pour guider la procédure de renégociation et imposer à l'ensemble des porteurs de titres la solution sur laquelle se serait accordée une majorité qualifiée d'entre eux. Elle aurait donc reçu des États membres du Fonds l'autorité exceptionnelle d'intervenir dans les contrats et de modifier certaines de leurs clauses, y compris contre la volonté de porteurs minoritaires. Les interventions publiques dans les contrats sont certes courantes dans toutes les économies de marché ; elles n'en représentent pas moins un acte critique, qui demande à être bien réglé. Surtout, dans le cas du SDRM, cette capacité à rompre l'intégrité des contrats privés était, pour la première fois, concédée à une instance multilatérale : ni le FMI, ni l'ONU, ni l'OMC n'ont ce pouvoir. Ceci impliquait donc une rupture majeure, non seulement dans la gestion des marchés de capitaux et de leurs crises, mais aussi dans l'histoire des relations internationales.

Cette proposition, qui a fait l'objet de longs travaux préparatoires, a finalement été abandonnée à l'issue des réunions du Fonds monétaire et de la Banque mondiale d'avril 2003. C'est donc un échec pour le Fonds, qui fait suite aux critiques de ses interventions en tant que « prêteur en dernier ressort » de la fin des années quatre-vingt-dix. Pour autant, il serait abusif de conclure que le débat sur la nouvelle architecture financière internationale est revenu au point où il se trouvait au lendemain de la crise mexicaine de 1995. Un accord a en effet émergé progressivement pour développer l'approche alternative, fondée sur la coordination décentralisée des investisseurs et débiteurs, sans

* Jérôme Sgard est économiste senior au CEPII.

intervention d'un acteur multilatéral. Ce sont les *clauses d'action collective* (CAC). Elles aussi se présentent comme des règles d'action, à mettre en œuvre face à un défaut ; mais elles restent dans un cadre contractuel décentralisé, moins contraignant pour les acteurs privés, et ancré dans les institutions juridiques nationales. La régulation des marchés internationaux et de leur crise se trouve ainsi engagée sur une voie plus proche des souhaits et des pratiques traditionnels du secteur privé. Reprenons d'abord la brève histoire du SDRM et de son échec, avant de comparer cette approche à celle des CAC et de tirer quelques conclusions plus générales sur la gestion des crises financières internationales.

Comment en est-on arrivé à la proposition Krueger ?

Le début des années quatre-vingt-dix a vu à la fois la résolution de la crise de la dette héritée des années quatre-vingt et la transition rapide vers un financement désintermédié des économies émergentes. Cette double évolution a été à l'origine d'un nouveau cycle d'exportation massive de capitaux vers ces régions, cela dans un environnement de marché radicalement nouveau. Très vite, ceci a mis à l'épreuve les capacités de régulation puis de gestion de crise des acteurs publics. Dès la crise mexicaine de 1994-1995, il est apparu clairement que les méthodes des années quatre-vingt ne fonctionneraient plus. C'est ce qu'a résumé Michel Camdessus, alors directeur du FMI, en parlant de « crise du xxie siècle » ; c'était aussi le constat implicite à l'appel lancé par Bill Clinton, en septembre 1998, en faveur de la construction d'une « nouvelle architecture financière internationale ». Sous ces termes très généraux, deux problèmes ont fait l'objet dans les années suivantes de propositions nombreuses, ainsi que de divers essais et erreurs.

D'abord vient la question de la restructuration des dettes souveraines, en cas de défaut. Désormais émis et échangés à large échelle sur les marchés internationaux, les titres de dettes souveraines peuvent se révéler très difficiles à renégocier. Alors que ce processus était pris en charge dans les années quatre-vingt par quelques dizaines de banques, qui pouvaient imposer leurs décisions aux acteurs marginaux, il faut désormais coordonner des milliers d'investisseurs, aux objectifs de gestion et aux horizons temporels différents, opérant sous des contraintes contractuelles et légales très diverses. Ceci peut créer des problèmes aigus d'action collective. Comment former la « table ronde » autour de laquelle les investisseurs, ou leurs représentants qualifiés, pourront se réunir et discuter avec le gouvernement du pays en faillite ? Qui prend l'initiative ? Que faire si l'État refuse de négocier avec certains d'entre eux ? Au-delà se pose la question de la décision collective : comment s'accorder sur un allongement de maturités ou une réduction du capital ? Peut-on définir un principe majoritaire, comme dans le cas des faillites privées ? Quelle autorité juridique pourra alors sanctionner cette décision et l'imposer aux porteurs minoritaires ?

Aujourd'hui, le signataire d'un contrat qui s'estime lésé par un autre contractant, ou par une décision collective de plusieurs d'entre eux, peut faire appel aux tribunaux de l'État dans lequel le contrat a été signé. En particulier, il appartient aux tribunaux de commerce de New York et de Londres, où la très grande majorité des contrats de dette souveraine sont émis, de trancher sur la validité d'une opération de restructuration. Or les pratiques contractuelles et la jurisprudence américaine ont toujours donné gain de

cause aux porteurs de titres minoritaires. Un cas devenu célèbre est intervenu après la restructuration de la dette péruvienne : un fonds d'investissement a fait appel à la justice new-yorkaise et a obtenu que les titres dont il était porteur lui soient remboursés à des conditions beaucoup plus favorables que celles accordées aux autres investisseurs.

On perçoit dans ces conditions les risques de blocage de la négociation que peut soulever une situation de défaut. Non seulement tout accord risque d'être contourné par une part non négligeable des investisseurs, mais ceci va aussi affecter leur incitation à négocier : dès lors que la menace judiciaire devient crédible, l'incitation à participer à une négociation longue et coûteuse, à y faire éventuellement des concessions importantes, devient très faible. C'est donc toute la mécanique d'apurement des situations de surendettement et de retour sur les marchés qui pourrait être sérieusement grippée.

Le second problème de fond apparu depuis le milieu des années quatre-vingt-dix renvoie à la multiplication des « crises jumelles », c'est-à-dire à la conjonction d'une crise de paiements externes (fuite de capitaux, crise de change) avec une crise de liquidité interne, notamment dans le système bancaire. Alors que cette interaction entre dynamiques interne et externe était indirecte et relativement lente dans les années quatre-vingt, elle est désormais au cœur des crises des économies émergentes ; c'est ce qui explique leur extrême violence, la très grande difficulté à leur apporter une réponse efficace à court terme, enfin les effets de contagion qu'elles peuvent occasionner.

Face à ces risques, la crise du Mexique (fin 1994-début 1995) a été un banc d'essai pour les nouvelles stratégies de gestion de crise relevant de la notion de « prêteur en dernier ressort international ». Cette approche se caractérise avant tout par son objectif : la préservation à tout prix de la continuité des paiements extérieurs, ceci permettant d'éviter les problèmes de renégociation évoqués à l'instant. De cet objectif découle l'instrument : un énorme programme de renflouement des réserves de change, destiné à assurer le libre retrait des investisseurs internationaux et donc à favoriser le retour de cette essence subtile et volatile – la confiance des marchés. Mais, dès 1995, des voix se sont élevées pour critiquer l'assurance ex post du risque privé qui était ainsi apportée à des investisseurs aventureux. Ceci soulevait une question qui allait hanter les gestionnaires de crise des années ultérieures : celle de l'« aléa moral », c'est-à-dire du risque qu'à l'avenir les investisseurs anticipent que toute prise de risque excessive sur les marchés émergents serait protégée par les opérateurs publics (FMI, banques centrales des pays du G7).

La méthode esquissée en 1995 a été toutefois suivie à nouveau en Asie, en Russie et en Amérique latine à partir de l'été 1997 et pendant les dix-huit mois de haute tension financière qui ont suivi. Dans chaque cas, on a additionné une mobilisation de fonds massive, un programme de stabilisation monétaire rigoureux et des réformes institutionnelles plus ou moins larges. La plupart des problèmes perçus en 1995 sont toutefois réapparus avec force : non seulement le risque d'aléa moral s'est révélé sérieux, mais le FMI et le G7 ont été mis en échec à plusieurs reprises face à l'effondrement des systèmes bancaires nationaux et aux difficultés extrêmes à limiter les coûts internes des crises ; enfin, la masse des ressources à mobiliser était telle que celles-ci risquaient d'être réservées aux pays « systémiquement importants », ceci

conduisant, en fin de compte, à rendre plus difficile l'accès aux marchés des petits pays moins stratégiques.

Ces difficultés expliquent pourquoi cette approche des crises a été fortement critiquée et assez rapidement écartée sur le plan de la doctrine. Mais si l'on posait que, désormais, l'apport de fonds publics pour soutenir un pays en crise devait être plafonné, il fallait admettre que, dans certains cas, la continuité des paiements extérieurs allait être interrompue. Dès lors, on se trouvait confronté à un problème de renégociation des dettes souveraines en défaut.

Ici est apparue la proposition Krueger, à la croisée des deux problèmes : l'échec des opérations de prêteur en dernier ressort international et les enjeux spécifiques d'action collective que soulève désormais le défaut d'un emprunteur souverain.

Comment aurait fonctionné le SDRM ?

Le mécanisme de SDRM a été présenté en référence aux procédures de faillites privées et plus particulièrement à celle du *Chapter 11* du code de faillite américain. Celui-ci, appliqué aux entreprises privées, inclut d'abord les mécanismes classiques de toute loi de faillite : représentation des créanciers, règle de majorité qualifiée, protection de la règle d'action collective contre les risques de blocage tactique. Ensuite, il a pour caractéristique de ne pas nécessairement conduire à la liquidation de la firme et de permettre à ses dirigeants et actionnaires de restructurer leur passif financier, sans perdre le contrôle et la propriété de l'entreprise. C'est évidemment un point intéressant dans le cas d'un défaut souverain puisqu'il ne peut s'agir de transférer aux créanciers le contrôle de la politique économique. Enfin le *Chapter 11* autorise l'apport d'argent frais à l'entreprise, « sous la protection de la loi de faillite », facilitant ainsi son rétablissement.

Ces divers éléments se retrouvaient *mutatis mutandis* dans le cadre du SDRM : représentation des différentes classes de créanciers, vote à la majorité qualifiée, contrôle de la politique économique *via* la conditionnalité, apport de crédits intermédiaires pendant la renégociation. La procédure imaginée par le FMI 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. Enfin, en cas de conflit, un « forum de résolution des différends » aurait reçu l'autorité légale d'interpréter les contrats et d'imposer son arbitrage aux porteurs privés. Logée au FMI, mais indépendante statutairement, cette instance aurait été l'équivalent, toutes choses égales par ailleurs, du Tribunal pénal international. Concrètement, les porteurs minoritaires n'auraient plus eu la possibilité de faire appel aux tribunaux nationaux, dès lors que le Forum aurait validé le vote majoritaire sur une restructuration.

Fatalement, les principales oppositions au SDRM se sont concentrées sur ce point : un principe majoritaire était opposé à l'intégrité des contrats, cela par un pouvoir supranational. Le FMI et ses défenseurs ont tenté bien sûr de limiter cette portée radicale du SDRM. Ils ont précisé à de nombreuses reprises que le Forum n'avait d'autorité que sur la *procédure* de négociation et de décision collective, tandis que ses *résultats* concrets dépendraient des créanciers et du débiteur. Progressivement, ils ont

aussi défendu que le bon usage du SDRM serait purement dissuasif : il aurait été un instrument de dernier recours dont les lourdeurs auraient incité les acteurs à trouver les voies d'un accord de restructuration. Cette dissuasion aurait encouragé le bon fonctionnement de procédures informelles et décentralisées, tout comme cela s'observe dans le cas de négociations privées qui se développent « à l'ombre de la loi » et ne recourent aux institutions judiciaires qu'en cas de blocage.

Pourquoi le SDRM a-t-il été finalement abandonné ?

Est-ce qu'une structure de ce type pouvait contribuer efficacement à la régulation des marchés internationaux et à l'atténuation des coûts économiques et sociaux des défauts ? Pouvait-elle à la fois faciliter la résolution des crises, éviter l'aléa moral et aboutir à des résultats raisonnablement équitables, entre les États emprunteurs et les créanciers ? À ces questions un *non* très ferme a été opposé par le secteur privé financier, plusieurs pays émergents de premier plan (notamment le Brésil) et finalement par l'administration américaine. Pour ces acteurs décisifs, le SDRM était au mieux un exercice intellectuel dénué de toute efficacité, au pire un dangereux bricolage de fonctionnaires internationaux ignorants des réalités. Deux arguments, en particulier, ont conduit à l'abandon de cette proposition.

D'abord, on a objecté que les dernières expériences de défaut (Pakistan, Ukraine, Équateur) ont été gérées finalement sans heurt majeur, cela en l'absence de tout cadre institutionnel lourd. Ajouter une procédure complexe ne pouvait que ralentir la formation d'une expérience commune robuste, à partir de laquelle affronter les crises futures. *A fortiori*, pour ses opposants, le SDRM devenait franchement inquiétant s'il devait être géré ou supervisé étroitement par le FMI, exposé lui-même à des conflits d'intérêts manifestes.

Deuxième argument, le SDRM aurait peut-être rendu plus facile la restructuration, mais le défaut souverain lui-même serait devenu plus probable. C'est à nouveau le problème de l'aléa moral : sachant à l'avance qu'ils ne seraient pas sanctionnés par de longues années de négociations difficiles et de quarantaine, les emprunteurs souverains auraient été incités à suivre des politiques économiques plus laxistes. Le marché de la dette souveraine serait donc devenu plus risqué pour les investisseurs, et donc plus coûteux pour les pays endettés ; dans le pire des cas, ces derniers auraient même pu perdre l'accès à tout financement privé extérieur, du fait de l'affaiblissement de la discipline de marché. Certes, l'argument dissimule en partie l'intérêt bien compris des grandes banques et investisseurs internationaux qui, toujours, s'opposent à toute règle institutionnelle qui limite *a priori* leur liberté d'action. Cela étant, il est vrai que prêter à un État souverain est une activité financière risquée, pour laquelle les investisseurs ne disposent pas d'autant de garanties légales et contractuelles que dans le cas d'un emprunteur privé domestique : tout ce qui peut contribuer à accroître ce risque est susceptible de conduire à une contraction du marché.

Un troisième élément, à caractère plus tactique, s'est ajouté pour expliquer l'échec du FMI : alors qu'initialement les représentants du secteur privé avaient défendu le *statu quo* et le principe de solutions au cas par cas, ils ont fait un pas en septembre 2002 vers une règle contingente de traitement des défauts souverains. Mais, au lieu que celle-ci ait

un caractère « statutaire », comme avec le SDRM, elle serait contractuelle, décentralisée et volontaire. Il s'agirait d'inscrire dans chaque contrat de dette des *clauses d'action collective*, règles de coordination auxquelles les investisseurs adhèrent en achetant ces titres. Les CAC comportent notamment les règles de majorité sous lesquelles les conditions financières du contrat peuvent, le cas échéant, être modifiées (allongement de maturité, réduction du service). En cas de différends sur cette procédure, c'est la juridiction commerciale du pays d'origine du contrat qui tranche – le tribunal de commerce de New York ou de Londres par exemple.

Depuis 1996, le G7 et la BRI ont soutenu l'adoption et la généralisation des CAC incluses depuis longtemps dans les contrats de droit anglais. Il est désormais possible que, avec l'appui public des principaux représentants du secteur privé, cette pratique se généralise dans les prochaines années : le Mexique (février 2003), puis le Brésil et l'Uruguay (avril 2003) ont lancé chacun une émission obligataire de droit américain incluant une CAC. Cette innovation laisse envisager l'extension de ces clauses à l'ensemble des émissions new-yorkaises. Ceci pourrait être le signe d'une coordination des acteurs privés – débiteurs et investisseurs – sur le principe des CAC, cela en l'absence de toute contrainte de type légal. Si tel était le cas, un des principaux résultats de l'épisode Krueger aura été l'acceptation et la généralisation des CAC, jusque-là rejetées au bénéfice d'une approche purement *ad hoc*.

La question centrale qui sera posée par les prochaines crises de paiement souveraines est alors la suivante : est-ce que les CAC seront suffisantes pour gérer les accidents les plus importants et les plus complexes ? Ou bien est-ce qu'à l'avenir l'absence d'une règle de coordination plus rigide se révélera très coûteuse, bloquant le processus de sortie de crise ? En fait, le régime de « CAC seules » – sans SDRM à l'arrière-plan – devra d'abord montrer sa capacité à gérer la coexistence, pendant de nombreuses années, d'émissions porteuses de CAC et d'émissions anciennes dépourvues de telles clauses. Ensuite se posera plus durablement un problème de coordination « inter-CAC ». En effet, si ces clauses permettent, en principe, de coordonner les porteurs d'une même émission en leur donnant une règle de décision majoritaire, elles ne permettent aucunement de coordonner les investisseurs porteurs d'émissions différentes. Diverses propositions ont été envisagées – associations de porteurs, échange initial des multiples émissions contre un titre commun provisoire, etc. Sur de telles bases, les multiples opérateurs des marchés, soutenus éventuellement par les autorités publiques, pourront peut-être trouver une solution efficace et équitable. Reste qu'une partie non négligeable du problème d'action collective devra être résolue de manière *ad hoc*.

Au-delà de la renégociation des dettes souveraines

La dispute CAC versus SDRM peut-elle se résumer à l'enjeu limité de coordination des porteurs de titres et à la confiance variable qu'on peut avoir dans leur capacité d'auto-organisation, face à un défaut ? À s'en tenir au débat international qui a accompagné la discussion au Fonds monétaire, on pourrait le penser. Dans ce cas, une conclusion tranchée ne serait pas facile à tirer : à la cohérence logique du SDRM s'opposent les ruptures que celui-ci implique en termes de régulation des marchés de capitaux. Et rien n'empêcherait, en cas d'échecs répétés du dispositif des CAC, de recourir à un cadre de type SDRM pour lever l'obstacle.

Un point est toutefois passé largement inaperçu dans ce débat : au-delà de l'enjeu de la dette souveraine, les deux approches ont des implications très différentes quant au traitement plus général des problèmes soulevés par une crise des paiements. Un défaut de l'État peut en effet amplifier brutalement la crise de liquidité et la chute du change. Il peut, par exemple, déstabiliser le système bancaire national, si celui-ci a acquis une part importante de la dette publique. La décote du souverain par les agences de notation internationales va se répercuter automatiquement sur tous les émetteurs privés et publics, ce qui pourra accentuer gravement leurs difficultés.

Dans ce cas, peu après le défaut public, il pourra être rapidement nécessaire de passer à un moratoire plus général sur la dette extérieure ou, plus probablement, à un contrôle sur les sorties de capitaux. En un mot, dans un monde globalisé, où les acteurs privés jouent un rôle croissant, l'intervention sur la seule dette publique ne peut répondre qu'à une partie des problèmes soulevés lors de crises jumelles. La question est, alors, celle de l'élargissement de la logique de gestion de la dette souveraine aux autres catégories de dettes et à la question du contrôle sur les sorties de capitaux. Sous cet angle, la proposition de SDRM avait l'avantage de pouvoir s'étendre assez aisément à ces enjeux collatéraux et de faciliter un traitement cohérent, là où les CAC, purement contractuelles, se révèlent incapables d'appliquer leur propre logique d'action collective. Prenons deux exemples symptomatiques : la dette interne des États et la question du contrôle sur les mouvements de capitaux.

Traditionnellement, l'enjeu de la dette extérieure souveraine et celui de la dette publique interne ont toujours été pensés et traités séparément, notamment du fait des moyens propres dont dispose l'État pour restructurer ou réduire sa dette interne (échange forcé des titres, inflation, etc.). Or, *a priori*, ce traitement cloisonné n'est pas justifié : la stabilisation financière d'un État insolvable renvoie nécessairement à l'ensemble de ses créances. L'enjeu d'efficacité économique se double en outre d'un enjeu d'équité : l'investisseur international qui accepte une réduction de créance, dans l'espoir que l'État en défaut puisse reprendre de manière durable le service de sa dette résiduelle, ne peut pas être indifférent au traitement réservé aux créanciers internes. On rejoint ici la logique de faillite : son objet est expressément d'assurer un partage équitable des pertes entre toutes les classes de créanciers.

C'est donc de manière assez logique que les travaux préparatoires au SDRM ont débouché sur ce problème et ont tenté de lui apporter une réponse. Il a été notamment proposé de créer des classes de créanciers spécifiques, comme dans le cas d'une faillite privée : chaque classe aurait fonctionné selon un principe de majorité qualifiée, mais l'accord de chacune aurait été nécessaire pour valider l'accord final. Le Fonds a envisagé aussi une procédure d'articulation entre les deux négociations, externe et interne, autorisant une « comparabilité de traitement ». L'intérêt de ces propositions était qu'elles incitaient à la prise en compte de l'ensemble des parties prenantes du défaut et à les inclure dans l'action collective. C'est en effet la condition pour que d'une problématique limitée de restructuration de dettes on passe à une logique plus puissante de gestion de crise, ouvrant sur la stabilisation du pays.

L'autre exemple est celui du contrôle sur les sorties de capitaux, dont le principe était inclus dans le SDRM – bien que soumis à l'approbation des investisseurs privés.

La logique de faillite, qui repose sur un principe coopératif et sur l'identification d'un bien commun, autorisait des initiatives permettant de stopper la dynamique de ruée sur les actifs et de décoordination des marchés. Le principe même de la faillite est en effet de suspendre les flux de paiements pour négocier, à l'abri de la pression des marchés, un accord de sortie de crise et de partage équitable des coûts. Par une décision collective, l'État et ses créanciers auraient pu décider d'étendre la suspension des paiements à d'autres classes d'agents, dès lors que ceci aurait permis de mieux rétablir le bien commun. Plus précisément, la règle d'action collective esquissée par le SDRM conduisait à organiser de manière cohérente, autour de la dette souveraine, une stratégie de gestion de crise, incluant à la fois les enjeux de court terme (la crise de liquidité externe) et de long terme (la restructuration de l'ensemble des dettes).

Tel n'est pas le cas avec les CAC : construites expressément pour résoudre un problème privé et décentralisé, elles sont évidemment un cadre peu adéquat pour articuler formellement l'action des diverses classes d'opérateurs, *a fortiori* pour valider des initiatives extrêmes telles que le contrôle sur les sorties de capitaux. Les CAC restent ainsi une réponse ponctuelle (et délibérément partielle) à un problème qui est loin d'épuiser tous les enjeux des crises actuelles dans les économies émergentes. Et si elles n'interdisent pas une coordination ultérieure des parties prenantes, elles ne la facilitent pas non plus. En d'autres termes, beaucoup est laissé à l'improvisation à chaud et à l'initiative politique. En ce sens, si le débat sur la gestion des crises financières a progressé depuis 1996, tout reste à faire sur nombre de points décisifs. C'est pourquoi aussi, dénué d'instrument cohérent pour traiter des crises devenues très complexes, le FMI reste dans une position très précaire. D'un côté on lui demande, face à des crises très violentes, d'intervenir comme régulateur suprême des marchés, de l'autre, de le faire avec des outils dont on connaît la fragilité, cela au nom de la liberté des marchés et de l'intégrité des contrats.

Bibliographie

FMI, (2003) « Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism », *Legal and Policy Development Review Departments*, 12 février, <http://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003/021203.pdf>.

MILLER M., (2002) « Sovereign Debt Restructuring : New Articles, New Contracts – or No Change ? », *International Economics Policy Briefs* PB02-3, International Institute of Economics, avril, <http://www.iie.com/publications/papers/roubini-setser0303.pdf>.

SGARD J., (2002) *L'Économie de la panique, faire face aux crises financières*, Paris, La Découverte.