

Restructuration des dettes souveraines : comment sortir de l'ornière ?

La crise grecque, dix ans après la crise argentine, est venue rappeler que l'insolvabilité des États peut avoir des conséquences économiques et humaines dramatiques. Ces derniers sont coupés de leurs sources de financement et conduits à mener des politiques d'austérité. Les crises de dette souveraine provoquent également, dans certains cas, un désordre monétaire profond qui amplifie les récessions et provoque des transferts de richesses. Disposer d'un cadre à l'intérieur duquel organiser la restructuration des dettes souveraines représente donc un enjeu majeur. Il n'en existe pourtant pas. Le seul mécanisme disponible aujourd'hui pour aider les débiteurs est que la communauté internationale se substitue à leurs créanciers privés, ce qui constitue pour ces derniers une source d'aléa moral et d'avantages indus. Toutefois, le statut souverain du débiteur rend impossible l'exécution forcée des droits des créanciers ou de décisions d'autorités tierces, sauf à ce que ce débiteur consente des transferts de souveraineté qui ne semblent pas réalistes aujourd'hui. Entre la gestion actuelle au cas par cas et l'impossible mise en place d'un cadre multilatéral de restructuration, cette Lettre propose de faire le point sur l'ensemble des mécanismes permettant de restructurer les dettes souveraines.

Plus de dix ans après le rejet de la proposition d'un mécanisme de résolution dans le cadre du FMI, le débat sur un cadre multilatéral de restructuration des dettes souveraines a été relancé au sein des Nations Unies. Un tel régime universel demeure cependant une perspective illusoire car il se heurte à la souveraineté des débiteurs. En attendant, les restructurations de dettes souveraines continuent à être gérées au cas par cas et se révèlent coûteuses. Entre cette situation largement sous-optimale et l'impossible solution institutionnelle globale, restent les solutions contractuelles non sans inconvénients mais plus prometteuses et la voie complémentaire consistant à conditionner la disponibilité de financements multilatéraux ou bilatéraux à des restructurations préalables.

■ Défauts souverains : une gestion au cas par cas qui peut s'avérer coûteuse

Le droit moderne des faillites des entreprises est considéré comme un fondement essentiel de la dynamique du capitalisme. Il s'est développé à partir du milieu du XIX^{ème} siècle, parallèlement à la révolution industrielle

et à l'essor de la finance moderne. Il formalise les procédures de continuation de l'exploitation ou de liquidation des actifs en cas de défaut de paiement. Son efficacité tient pour une grande part au fait que c'est un juge qui prend les décisions et que ce dernier a la capacité de faire saisir les actifs des entreprises au bénéfice des créanciers mais aussi d'imposer à ces derniers une réduction de leur dû.

Cela contraste avec la manière dont sont traitées les dettes souveraines. Les contrats qui s'y rapportent ne prévoient généralement pas le défaut de paiement et aucun droit général ou procédures codifiées ne leur sont applicables. Ainsi, bien que les défauts souverains soient fréquents (Reinhart et Rogoff en recensent « au moins 250 » sur la dette extérieure de 1800 à 2009)¹, ils restent gérés au cas par cas.

Cette absence de formalisme juridique dans le traitement des défauts souverains est liée au statut du débiteur qui rend impossible l'exécution forcée des décisions des juges. Des solutions *ad hoc* sont alors trouvées tout en restant soumises à la capacité et à la volonté des débiteurs de remplir leurs obligations nées des contrats de dette qu'ils ont souscrits. La littérature économique souligne le caractère sous-optimal de cette

1. Voir C. Reinhart, & Kenneth S. Rogoff (2009), « *This Time Different: Eight Centuries of Financial Folly* », Princeton University Press. La base de données présentée dans cet ouvrage couvre le monde entier, avec 66 pays représentant environ 90 % du produit intérieur brut mondial.

gestion au cas par cas des crises de la dette souveraine. Elle met notamment en avant les coûts liés à :

- des défauts déclarés trop tardivement, principalement en raison de la réticence des dirigeants politiques à le déclarer, soit que ces derniers craignent de ne pouvoir y survivre politiquement, soit qu'ils souhaitent persuader les créanciers que le défaut n'est pas stratégique mais bien inéluctable. Ce retard peut causer des dommages sur l'économie du pays débiteur, résultats de politiques excessivement dépressives ou d'une perte d'accès à l'ensemble des sources externes de financement ;
- l'absence de financement intérimaire au cours de la période de restructuration, après que le défaut a été prononcé, pour faciliter le commerce extérieur ou financer le déficit du compte courant ;
- des négociations trop longues entre créanciers et débiteurs et dont l'issue est incertaine ;
- un comportement opportuniste de certains créanciers qui se tiennent à l'écart des restructurations pour obtenir que l'intégralité de leur créance soit remboursée, fusse au détriment des autres créanciers qui ont accepté la restructuration ;
- l'absence de différence de traitement entre les créanciers anciens et les plus récents qui favorise l'excès de dette ;
- un éventuel surendettement découlant de l'aléa moral favorisé par l'intervention du FMI et d'autres prêteurs internationaux.

Depuis la Seconde guerre mondiale, plusieurs pistes ont été explorées pour atténuer les conséquences négatives de cette gestion au cas par cas.

■ Les solutions informelles de clubs, satisfaisantes tant que le nombre de créanciers était limité

Durant les trois décennies qui ont suivi la Seconde guerre mondiale, les crises de la dette souveraine ont concerné des pays intermédiaires ou en développement qui s'étaient endettés soit auprès des banques des pays industrialisés, soit directement auprès des Trésors publics des pays développés.

Ce contexte faisait intervenir un nombre relativement limité de créanciers, souvent publics, et de débiteurs, par définition également publics. Il a favorisé l'émergence de solutions de « club » informelles : le Club de Paris, créé en 1956, pour traiter des créances sur des débiteurs souverains détenues par des créanciers eux-mêmes souverains et le Club de Londres, actif à partir de 1976, qui réunissait au cas par cas les banques créancières privées d'un débiteur souverain, à la demande de ce dernier, et ne disposait pas de structure permanente. Une étude récente² montre que, de 1982 à 1987, le FMI a géré la crise de la dette des pays d'Amérique latine dans le cadre d'un arrangement institutionnel informel, relevant de la même logique de « club », qui a permis d'imposer des réductions de créances aux banques.

■ L'essor d'un marché obligataire international et ses conséquences sur les modalités de restructuration

Dans les années 1980, le Plan Brady³ de restructuration de la dette des grands pays en développement (1987) a impulsé le développement du marché obligataire international de la dette souveraine, entraînant une explosion du nombre de créanciers internationaux des émetteurs souverains. Se référant à la loi de l'État de New York, ce marché s'est développé à un moment où la finance mondiale connaissait des transformations structurelles profondes : forte croissance des dettes souveraines, déréglementation financière, titrisation croissante des actifs financiers et forte augmentation des flux de capitaux internationaux.

L'expansion de ce marché obligataire international s'est poursuivie en dépit des crises successives qu'il a traversées : les crises émergentes des années 1990 et du début des années 2000 (en particulier le défaut de l'Argentine sur la totalité de sa dette de 100 milliards de dollars, en 2001) et la crise de la zone euro qui a marqué le retour des crises souveraines dans les pays développés. En février 2012, la Grèce a ainsi procédé à la plus importante restructuration financière de l'histoire entraînant des pertes importantes pour les créanciers.

Au sentiment d'impuissance qui a résulté de ces crises s'est ajoutée l'impasse à laquelle a conduit une série de décisions de la justice américaine sur un contentieux lié à la restructuration de la dette argentine. Un accord de 2005, ratifié par des créanciers détenant 92 % de la dette, impliquait une perte de l'ordre de 70 % pour ces derniers. Des fonds voutour détenteurs d'une partie des 8 % restant ont saisi la justice fédérale américaine. Cette dernière a décidé qu'en application de la clause de traitement équivalent entre créanciers (*pari passu*) les détenteurs des obligations initiales qui n'avaient pas souscrit à l'échange de dette (appelés *holdout creditors*) devaient être remboursés à hauteur de 100 % de leur créance originale et a interdit tout paiement aux créanciers majoritaires tant que les obligations à l'égard de ces créanciers minoritaires ne seraient pas respectées. Ces décisions sont devenues définitives le 16 juin 2014.

■ L'impossible solution institutionnelle globale

Ces crises ont d'abord entraîné la recherche d'une solution institutionnelle (*statutory solution*), dans le cadre du FMI. L'idée du *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* ou SDRM, promue en 2002 par Anne Krueger, alors directrice générale adjointe du FMI, était d'appliquer aux dettes souveraines de tous les pays membres du FMI un mécanisme inspiré du droit des faillites des débiteurs privés. Il aurait empêché qu'une minorité de créanciers bloque une restructuration et aurait protégé de cette dernière les nouveaux prêts. Le SDRM aurait pris la forme d'un amendement au statut du FMI, lequel aurait apporté son expertise sur la

2. J. Sgard (2015), How the IMF Did It: Sovereign Debt Restructurings between 1970 and 1989, *Capital Market Law Journal*, à paraître.

3. Alors que les marchés financiers connaissaient un très fort développement, dans les années 1980, le Plan Brady de restructuration de la dette des grands pays en développement (1987) a marqué une double évolution. Il a consacré l'abandon d'une partie des créances, après des années de tergiversations durant lesquelles les créanciers ont pensé qu'un simple réaménagement des conditions de remboursement de la dette suffirait. Il a conduit à un échange de prêts contre des obligations souveraines se référant à la loi de l'État de New York, dont le montant était réduit mais dont le remboursement était garanti par un fonds spécial notamment financé par des prêts du FMI et de la Banque Mondiale et investi en bons du Trésor américain.

soutenabilité des dettes et aurait été susceptible d'apporter de l'argent frais. Le mécanisme n'aurait pu être activé qu'à la demande du pays débiteur. Les conflits auraient été arbitrés au sein d'un *Sovereign Debt Dispute Resolution Forum* (SDDRF). Après avoir manifesté une certaine ouverture, les États-Unis s'y sont finalement opposés⁴, entraînant le rejet du SDRM en 2003.

La crise des dettes souveraines en zone euro a renouvelé les discussions autour de solutions statutaires⁵, mais ces discussions sont restées cantonnées à la zone euro où la question des mesures exécutoires se pose de manière spécifique, les abandons de souveraineté pouvant être considérés comme indispensables à la cohésion de la zone.

Le débat sur l'existence d'une solution statutaire globale a de nouveau été relancé par les décisions prises en 2014 par la justice américaine sur la dette argentine, cette fois-ci dans l'enceinte de l'Assemblée générale des Nations Unies. Cette dernière a adopté en un an, sur proposition de l'Afrique du Sud et de la Chine, trois résolutions destinées à jeter les bases d'un « cadre multilatéral » applicable à la restructuration des dettes souveraines⁶. La dernière définit notamment comme « principe fondamental » le fait que « tout État a le droit, dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire [...], de restructurer sa dette souveraine, droit dont nulle mesure abusive ne saurait empêcher ou gêner l'exercice. La restructuration doit être un dernier recours et préserver d'emblée les droits des créanciers ».

Un régime universel de restructuration des dettes souveraines apparaît néanmoins illusoire compte tenu des obstacles juridiques et politiques auquel il se heurte. Laisser un tiers décider de la modification des termes d'un contrat de prêt auquel est soumis un débiteur souverain est contraire à l'idée même de souveraineté et supposerait des abandons et des schémas institutionnels auxquels la plupart des pays ne seront, en définitive, pas prêts à consentir.

■ Des solutions contractuelles pour réduire les capacités d'obstruction des créanciers minoritaires

Les solutions contractuelles à la restructuration des obligations, connues sous le vocable de clauses d'action collectives (CAC), portent principalement sur la possibilité de modifier les termes du contrat de dette (*modification clause*), la manière dont sont agrégées les différentes dettes d'un même émetteur et les règles de majorité qualifiée qui seront appliquées (*aggregation clause*).

Les CAC existaient pour les dettes privées depuis le XIX^{ème} siècle dans le droit anglais alors qu'elles étaient absentes du droit américain, la restructuration des dettes y étant réglée par l'intervention du juge. Comme

le montre *a posteriori* le contentieux argentin, l'intervention du juge d'un pays tiers est particulièrement délicate pour les conflits opposant des créanciers privés aux débiteurs publics.

Les CAC ont commencé à être introduites dans des obligations souveraines des pays émergents après l'échec du SDRM en 2003, sous l'impulsion du Trésor américain qui a convaincu le Mexique d'y recourir. Bradley et Gulati⁷ estiment qu'elles étaient alors présentes dans 90 % des émissions souveraines relevant de la loi de l'État de New York entre 2004 et 2010. Selon la même étude, l'introduction de CAC n'a pas d'impact négatif sur les coûts d'emprunts.

Le traité de 2012, qui crée le Mécanisme de Stabilité Européen, rend obligatoire l'introduction de CAC dans les émissions obligataires souveraines de la zone euro. Le fait que les émissions relèvent pour la plupart du droit des pays d'émission renforce par ailleurs les pouvoirs des gouvernements débiteurs qui peuvent aussi utiliser la loi pour préciser le régime des créanciers minoritaires.

De plus, le contentieux argentin a conduit à une redéfinition de la clause *pari passu* incluse dans les émissions obligataires pour restreindre les droits des créanciers qui se tiendraient volontairement à l'écart d'une restructuration acceptée par la majorité.

Par ailleurs, constatant l'impasse des solutions statutaires, le FMI se concentre désormais sur l'amélioration du cadre contractuel pour restreindre la capacité d'obstruction des *holdout creditors*, en modifiant les clauses *pari passu*, et pour favoriser un vote unique des créanciers sur les projets de restructuration⁸. En août 2014, l'*International Capital Markets Association* (ICMA) a publié une nouvelle clause *pari passu* standard et une version révisée de ses CAC standards pour les obligations souveraines qui vont dans le sens souhaité par le Fonds, tout en laissant plus ouvertes les modalités de vote des créanciers. Pour Gelpern (2014)⁹, les expériences passées suggèrent toutefois que si les marchés s'inspirent des clauses type de l'ICMA, ils ne les transposent que rarement de manière littérale. Les changements qui résulteront de cette initiative risquent donc d'être seulement « partiels et fragmentés » et très progressifs car ces clauses ne sont pas rétroactives. Le *Think Tank* canadien CIGI propose d'associer à cette démarche contractuelle une structure légère de type club en créant un *Sovereign Debt Forum* (SDF) qui aurait vocation à tenir un registre des bonnes pratiques et à faciliter les échanges d'information¹⁰.

■ Les solutions de dettes contingentes

Grossman et Van Huyck (1988)¹¹ définissent la dette souveraine comme un instrument financier auquel est attachée l'idée implicite que l'emprunteur peut ajuster ses obligations financières s'il est confronté à une situation exceptionnellement défavorable. La dette souveraine serait

4. B. Setser (2008), The political economy of the SDRM, Initiative Policy Dialogue Task force on Sovereign Debt, 3 janvier.

5. F. Gianviti, A. O. Krueger, J. Pisani-Ferry, A. Sapir & J. Von Hagen (2010), A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, Bruegel Blueprint Series et Committee on International Economic Policy and Reform (2013), Revisiting sovereign bankruptcy, Brookings Institution, 3 octobre.

6. Résolutions 68/304 du 10 septembre 2014, 69/247 du 29 décembre 2014 et 69/319 du 10 septembre 2015.

7. M. Bradley & M. Gulati (2014), Collective Action Clauses for the Eurozone, *Review of Finance*, Vol. 18, n° 6, octobre.

8. FMI (2014), Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring, IMF Board Paper, octobre.

9. A. Gelpern, (2014), A Sensible Step to Mitigate Sovereign Bond Dysfunction, RealTime Economic Issues Watch, The Peterson Institute for International Economics, 29 août.

10. R. Gitlin & B. House (2014), A Blueprint for a Sovereign Debt Forum, CIGI Papers n° 27. R. Gitlin & B. House (2015), Further reform of sovereign debt restructuring: An agenda for 2015, CIGI Paper n° 54.

11. H. I. Grossman & J. B. Van Huyck, (1988), Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation, *American Economic Review*, Vol. 78, n° 5, décembre.

donc implicitement contingente à un certain état du monde. Pour ces auteurs, les créanciers feraient la différence entre les défauts qui sont « excusables » et une répudiation pure et simple.

L'idée d'introduire certaines modalités de restructuration des dettes souveraines dans le contrat initial rend explicite cette clause implicite. Elle a été mise en œuvre dans l'accord de restructuration de la dette allemande de 1953, qui rendait les paiements conditionnels au fait que l'Allemagne dégage un excédent commercial, les limitait à 3 % des recettes d'exportation et prévoyait qu'une partie des montants ne serait due qu'après une hypothétique réunification ou le rattachement à l'Allemagne de territoires prussiens aujourd'hui en Pologne et en Russie. Cette idée n'a pas connu, à ce jour, d'application pour les émissions initiales, mais certains principes ont été mis en œuvre, sous forme de *warrants* associés aux nouvelles obligations, dans le cadre des restructurations des dettes grecques et argentine.

Des travaux conjoints de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Canada publiés en 2013¹² proposent deux mécanismes d'aménagement automatique du profil de remboursement des dettes souveraines : soit une extension automatique de la maturité de la dette lorsqu'un émetteur reçoit un soutien financier d'urgence de prêteurs officiels, comme le FMI ; soit lier les obligations émises aux variations du PIB des pays émetteurs, une idée également évoquée à propos de la dette grecque.

La principale limite de cette approche tient à l'inévitable incomplétude des contrats de dette : il est impossible de prévoir *ex-ante* toutes les difficultés qui pourront affecter légitimement la capacité d'un pays à rembourser sa dette, en dehors des clauses de force majeure (guerres, désastres naturels, etc.). Certaines clauses pourraient aussi être utilisées de manière opportuniste ou abusive par des pays qui ont les moyens de faire face à leurs obligations. Cette réserve incite à ce que les situations dans lesquelles le remboursement de la dette serait reporté soient, à tout le moins, formulées de manière précise et que leur éventuelle réalisation soit aisément vérifiable.

■ Les financements multilatéraux comme levier des restructurations

Les financements multilatéraux ont été mis en place depuis les accords de Bretton Woods (1944) pour aider les États à faire face à des situations de stress financier, en théorie temporaires (crise de liquidité), mais dans la pratique également en cas de crise de solvabilité. Dans cette dernière hypothèse, les créanciers internationaux multilatéraux – en particulier le FMI – ont été la source d'un aléa moral en se substituant aux débiteurs. Un autre problème tient au fait que les prêteurs multilatéraux se sont prévalus d'un statut de créancier privilégié pour limiter leurs pertes au détriment des autres créanciers, publics ou privés.

Alors que les solutions de clubs, qui autorisent des négociations informelles dans les situations de crise, sont rendues difficiles par la multiplication des créanciers, le FMI ou d'autres institutions financières internationales doivent être en mesure de conditionner leur intervention à une réduction préalable des autres créances. Cela n'a pas été fait lorsque le FMI est intervenu dans la crise de la dette de certains pays de la zone euro en 2010 (dans le cas de la Grèce, les créances du FMI sont finalement en cours de reprise par les autres États de la zone euro à travers le MSE). Le FMI s'attache, en revanche, à mettre en œuvre une démarche de ce type dans sa gestion de la crise de la dette ukrainienne. Le *Committee on International Economic Policy and Reform* (2013) propose la création d'une nouvelle ligne de financement du FMI (*Sovereign Debt Adjustment Facility* – SDAF) qui comporterait explicitement cette condition de réduction préalable de la dette.

Le levier financier du FMI ou des créanciers multilatéraux et bilatéraux reste cependant limité. Leur coordination dans ce domaine est essentielle même si elle ne suffira pas à traiter des crises de très grande ampleur.

Christophe Destais
christophe.destais@cepii.fr

12. M. Brooke, R. Mendes, A. Pienkowski & E. Santor (2013), Sovereign Default and State Contingent Debt, Bank of Canada Discussion Paper 2013-3.

La Lettre du

CEPII

© CEPII, PARIS, 2015

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07
Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepii.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier, Jézabel Couppey-Soubeyran
& Sophie Piton

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légale et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)
France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
Direction de l'information légale
et administrative (DILA)
23, rue d'Estrées – 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
Tél. : 01 40 15 70 01

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

Octobre 2015
Imprimé en France par la DSAF
Pôle conception graphique-fabrication

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

