

L'Argentine, les vautours et la dette

- Le défaut de l'Argentine sur sa dette souveraine en 2001 fut l'un des plus importants de l'histoire financière. Il continue à peser sur la pratique des restructurations de dette ordonnées, à travers notamment le litige qui oppose l'Argentine à ses créanciers dits « procéduriers » - connus aussi sous le nom de « fonds vautours ».
- Le cas « NML Capital vs. Argentine » atteint aujourd'hui ses phases ultimes, alors que Buenos Aires a déposé en février 2014 une pétition devant la Cour Suprême des États-Unis pour réviser les jugements antérieurs, qui donnaient raison aux fonds vautours. La Cour Suprême a choisi le 16 juin 2014 de ne pas donner suite à cette pétition.
- La France était intervenue dans cette procédure en tant qu'*Amicus Curiae* (en latin, « ami de la cour »), aux côtés d'autres pays (Brésil, Mexique, États-Unis à des stades antérieurs), d'économistes et de chercheurs, afin d'appeler l'attention de la Cour Suprême sur l'impact négatif qu'auraient ces jugements, s'ils étaient confirmés, sur la pratique des restructurations ordonnées de dette souveraine.
- Au cœur du litige se trouve en effet l'interprétation d'une clause contractuelle usuelle, dite de « *pari passu* » (en latin, « sur un pied d'égalité »), dont le sens juridique n'avait jamais été remis en question jusqu'aux procès intentés par les fonds vautours à des pays en défaut à la fin des années 1990. En effet, alors que son interprétation usuelle concerne les rapports de séniorité des créanciers dans la loi, les fonds procéduriers s'appuient aujourd'hui sur la rédaction de cette clause pour exiger de l'Argentine un paiement « proportionnel » (ce terme fait l'objet d'une interprétation particulière par la justice américaine) à chaque fois qu'elle remboursera ceux de ses créanciers obligataires qui avaient accepté d'échanger leurs titres avec réduction de la valeur nominale après le défaut. En pratique, si l'Argentine veut honorer un paiement à ces derniers, elle devra à ce moment payer également 1,33 Md\$ à NML Capital.
- Au-delà du cas de l'Argentine et de la clause de *pari passu*, c'est potentiellement l'avenir des restructurations de dette souveraine qui se joue, dans la mesure où la participation du plus grand nombre de créanciers obligataires aux offres d'échange est essentielle pour ramener les niveaux de dette jugés excessifs sur une trajectoire soutenable.
- Une réflexion collective s'est depuis engagée parmi les acteurs du marché de la dette souveraine afin de renforcer à l'avenir la sécurité juridique des clauses contractuelles des contrats obligataires et la capacité à mener des opérations de restructuration, *via* notamment les clauses d'action collective (CACs).

Évolution des spreads sur les obligations souveraines de l'Argentine, 2012-2014



Source : JP Morgan.

1. La crise argentine, du défaut de 2001 aux restructurations de 2005 et 2010

L'Argentine a accumulé entre 1991 et 2000 de forts déficits courants, qui ont abouti à un découplage du peso vis-à-vis du dollar américain en juin 2001. Les sorties de capitaux et les retraits de dépôts qui s'en sont suivis, dans un contexte de mesures économiques impopulaires, conduisirent à la démission du gouvernement et la dévaluation du peso argentin.

Dans un contexte de crise économique et financière, l'Argentine annonça le 23 décembre 2001 un moratoire sur sa dette publique extérieure¹, occasionnant le défaut souverain le plus important à cette date, aussi bien en montant (94 Md\$) qu'en nombre de créanciers (plus de 700 000), mais aussi le plus complexe, en raison du nombre de juridictions applicables² et de la distribution géographique des créanciers³.

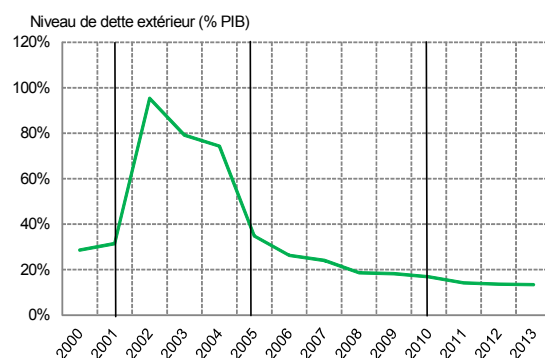
L'Argentine a initié, dès 2002, un long processus de restructuration de dette qui s'est concrétisé dans une première étape, le 14 janvier 2005, par une offre d'échange de titres avec ses créanciers obligataires, qui connut un taux de participation de 76,15 %⁴. Une nouvelle offre d'échange, ouverte du 3 mai au 22 juin 2010 selon des termes comparables à l'offre de 2005, permit par la suite de porter à 92,6 % le total de la dette obligataire restructurée.

L'importance de la décote proposée (environ 70 % en valeur actuelle nette) avait conduit certains créanciers à ne pas échanger leurs obligations en 2005, devenant de ce fait des *holdouts* -terme qui désigne de façon générale tous les créanciers ayant refusé une offre d'échange. Sur un total de 19,5 Md\$ en *holdouts*, 29 % étaient détenus par des créanciers particuliers italiens, regroupés au sein de la *Task Force Argentina*⁵, 47 % par des créanciers non-procéduriers, tandis que 24 % étaient détenus par des créanciers « procéduriers ». Ces créanciers sont également communé-

ment connus sous le terme de « fonds vautours » en raison de leur modèle économique, qui consiste à racheter à bas prix des titres obligataires de pays surendettés pour en obtenir par la suite le remboursement complet devant les tribunaux⁶. La réouverture par le gouvernement argentin d'une offre d'échange comparable en 2010 a conduit l'intégralité des créanciers non procéduriers et 77 % des créanciers particuliers italiens à échanger leurs obligations. Les *holdouts* représentent désormais près de 6,2 Mds\$ d'obligations non échangées à fin 2010 (11,2 Md\$ en incluant les intérêts et pénalités) dont l'essentiel (4,5 Md\$)⁷ sont détenues par des créanciers procéduriers, et notamment le fonds Elliott Associates et sa filiale NML Capital.

Ces opérations de restructuration ont permis à l'Argentine de réduire le montant de sa dette extérieure de manière sensible (cf. graphique 1).

Graphique 1 : évolution du niveau de dette extérieure de l'Argentine, 2000-2014



Source : Service Economique Régional de Buenos Aires, FMI.

2. Le rôle des créanciers *holdouts* et des « fonds vautours »

L'action des fonds vautours, parmi lesquels le fonds NML Capital, filiale d'Elliott Capital, s'est distingué par son activisme, n'est pas systématique ; seuls 29 des 180 épisodes de restructuration de dette souveraine intervenus entre 1976 et 2010 ont fait l'objet de poursuites⁸. Cette stratégie peut cependant se révéler payante pour les investisseurs ayant la capacité de s'armer de patience ou lorsque les *holdouts* détiennent une

part restreinte du total des créances ce qui, historiquement, a pu inciter certains de leurs débiteurs à transiger⁹.

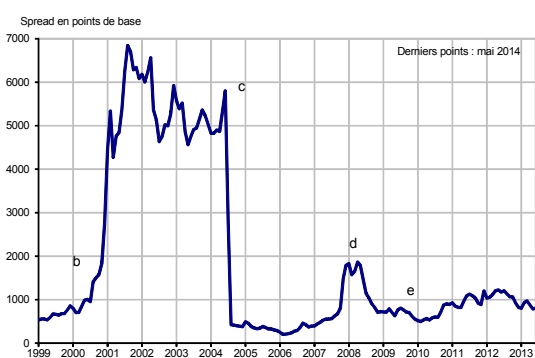
En 2011, NML Capital et ses autres créanciers procéduriers ont ainsi entamé des poursuites judiciaires à l'encontre de l'Argentine devant les tribunaux de New York (les obligations restructurées ayant été émises sous droit new-yorkais), qui ont considérablement accru la pression sur le pays et compromis

- (1) Le défaut est intervenu techniquement en janvier 2002, le pays ayant 30 jours pour reprendre ses paiements. Le gouvernement a officiellement annoncé le défaut le 25 avril 2002.
- (2) Huit juridictions étaient alors applicables pour la dette argentine, dont en particulier celle de New York (51 % de la dette en volume), la juridiction britannique (18 %) et allemande (17 %).
- (3) La dette extérieure était contrôlée à hauteur de 40 % par des créanciers argentins, les 60 % restant étant répartis entre au moins neuf pays (Allemagne, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Suisse, Royaume-Uni, États-Unis, France).
- (4) Plusieurs options d'échange avaient été proposées : 1. « **par bonds** », sans réduction en valeur nominale, avec une maturité de 35 ans dont une période de grâce de 25 ans et un coupon incrémental, au montant de départ faible, 2. « **quasi-par bonds** », uniquement en pesos, avec une réduction nominale de 31 %, une maturité de 42 années dont 32 années de grâce, capitalisation des intérêts sur les 10 premières années et paiement de ces derniers à partir de la 10^{ème} année, et un coupon à 3,31 % et 3. « **discount bonds** » avec une réduction nominale de 66,3 %, une maturité de 30 ans dont 20 de grâce, et un coupon à 8,28 %. Par ailleurs, un mécanisme d'accélération a été mis en place, avec augmentation des coupons dès que la croissance du PIB réel dépassait 3,22 % (GDP Warrant).
- (5) Selon la *Security Exchange Commission*, rapport 18-K pour l'Argentine, Septembre 2011.
- (6) Le fonctionnement des « fonds vautours » a notamment été décrit en détail par Anne Krueger, Directrice Générale Adjointe du FMI dans son intervention International Financial Architecture for 2002 : A New Approach to Sovereign Debt Restructuring (accessible à l'adresse <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>). Le fonds dont il était question à l'époque dans le cas du Pérou (cf. note 14), Elliott Associates, est le même qui a entamé une procédure contre l'Argentine dans le cas qui nous intéresse, via sa filiale NML Capital.
- (7) 1,1 Mds \$ sont toujours détenus, fin 2010, par les créanciers particuliers italiens représenté par la *Task Force Argentina*, après un échange de 3,2 Mds\$ d'obligations détenues par ces derniers mi-2010. Voir aussi Hornbeck, J.F. (2013), "Argentina's Defaulted Sovereign Debt : dealing with the Holdouts", Février.
- (8) Schumacher, J. C. Trebesch and H. Enderlein (2012), "Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010", *Working Paper* (December 16).
- (9) Miller et Thomas, (2007), "Sovereign debt restructuring: the Judge, the Vultures and Creditor Rights".

son retour sur les marchés obligataires, notamment *via* des ordonnances de saisie (« *attachment orders* ») sur les actifs argentins aux États-Unis. Cette pression s'est également

traduite par des rendements en hausse sur les obligations argentines échangées sur les marchés, comme en témoigne le graphique 2.

Graphique 2 : évolution du spread Argentin, indicateur EMBI^a



Source : JP Morgan.



Source : JP Morgan.

- a. L'*Emerging Market Bond Index* est un indice publié par la banque J.P. Morgan, qui retrace l'évolution des prix d'obligations souveraines libellées en dollars US émises par une sélection de pays émergents, dont l'Argentine fait partie. Les prix sont exprimés en termes de *spread* (écart) par rapport à des obligations américaines « sans risque ».
- b. Défaut de l'Argentine sur sa dette extérieure.
- c. Première offre d'échange.
- d. Crise agricole de 2008.
- e. Seconde offre d'échange.
- f. 7 décembre 2011 : premier jugement de la Cour de New York.
- g. Nationalisation de la compagnie pétrolière YPF.
- h. 26 octobre 2012 : confirmation du jugement par la CA.
- i. 23 août 2013 : jugement définitif de la CA.
- j. mars-mai 2014 : invitation puis accord en Club de Paris.
- k. 16 juin 2014 : refus de la pétition par la Cour Suprême.
- l. 31 juillet 2014 : l'Argentine est déclarée en défaut sélectif.

Des créanciers procéduriers sont ainsi parvenus à geler 105 M\$ d'actifs de la Banque Centrale Argentine à la *Federal Reserve Bank* de New York¹⁰. Dans cette affaire au retentissement international, Elliott s'appuie sur une interprétation nouvelle d'une clause classique des contrats d'obligations souveraines, présente notamment dans les titres argentins, dite clause de *pari passu*, qu'il avait déjà mise en avant dans un cas similaire face à l'État du Pérou¹¹. Cette clause est le plus souvent rédigée de la manière suivante, comme c'est le cas en ce qui concerne l'Argentine :

*"The securities will constitute [...] direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of [X] and shall at all times rank pari passu without any preference among themselves. The payment obligations of [X] under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness"*¹²

La première question soulevée par le litige est celle de l'interprétation de cette clause. Il s'agit, pour le juge américain, de

savoir si elle contient l'obligation de payer de manière équivalente les créanciers restructurés et les créanciers qui ont refusé d'échanger leurs titres.

L'interprétation donnée par les avocats d'Elliott consiste à dire que la clause de *pari passu* interdit à un débiteur de payer un groupe de créanciers sans payer simultanément les autres groupes au *pro rata* des créances détenues. En particulier, cette interprétation contraindrait (i) soit à rembourser « au pair » - c'est-à-dire à la valeur faciale d'origine - des créanciers ayant refusé de participer à un échange, alors que les créanciers ayant participé ne seraient remboursés qu'à hauteur d'environ 30 % de la valeur d'origine, (ii) soit à ne rembourser aucun de ses créanciers privés.

Malgré le caractère intrinsèquement ambivalent de la clause, cette interprétation est largement considérée comme erronée par la recherche académique¹³, car contraire à la pratique du marché qui considérait depuis plusieurs décennies que la clause de *pari passu* n'entraînait pour le débiteur aucune obligation de *paiement proportionnel*, mais devait seulement

(10) Ces fonds étaient utilisés pour rembourser les échéances des obligations souveraines restructurées. La saisie n'a pas été effective, l'Argentine ayant remporté, en juin 2012, son procès en appel auprès de la Cour Suprême au terme duquel il a été conclu que les fonds détenus par la Banque Centrale Argentine à la Fed de New York bénéficient d'une immunité. De façon plus anecdotique, une frégate de la marine argentine a été saisie au Ghana pendant 78 jours par le fonds NML Capital et n'a été libérée que suite au jugement du Tribunal International de la Mer.

(11) Mitu Gulati et Kenneth N. Klee, (2001), "Sovereign Piracy", *UCLA School of Law Research Paper* n° 01-7. Le Pérou a lancé en octobre 1995 une offre de restructuration de prêts garantis des banques *Banco de la Nacion* et *Banco Popular del Peru*. Quatre mois plus tard, le fonds Elliott Associates a racheté auprès de deux banques internationales des prêts d'une valeur faciale de 20,7 M\$ au prix de marché de 11,4 M\$. Refusant de participer à l'offre d'échange, Elliott a ensuite engagé des poursuites contre le Pérou devant les tribunaux new-yorkais, réclamant le paiement à 100 % des prêts achetés. Un jugement favorable rendu par ceux-ci en juin 2000, octroyant à Elliott une compensation de 55,7 M\$, lui permit d'obtenir auprès d'une cour bruxelloise un ordre d'astreinte destiné à empêcher le Pérou de payer les créanciers ayant accepté la restructuration, en bloquant notamment les transferts de fonds devant s'effectuer *via* la chambre de compensation Euroclear. Devant le risque de défaut que faisait peser cette astreinte, le Pérou choisit finalement de dédommager Elliott, mettant ainsi un terme aux poursuites. La cour belge est depuis revenue sur l'interprétation promue par Elliott dans d'autres procédures : voir *Republic of Nicaragua v. LNC Investments LLC*, General Docket No. 2003/KR/334 (Ct. App. Brussels, 9th Chamber, March 19, 2004).

(12) « Les instruments constitueront [...] des obligations directes, inconditionnelles, non sécurisées et non subordonnées de [X] et se classeront *pari passu* à tout moment sans préférence entre elles. Les obligations de paiement de [X] dans le cadre des instruments se classeront à tout moment au moins de manière égale avec son endettement extérieur présent et futur, non sécurisé et non subordonné. »

(13) Voir sur le caractère non-intuitif et ambivalent de la clause de *pari passu* les développements qu'y consacrent Mitu Gulati G. & Kenneth N. Klee, (2001), "Sovereign Piracy", 56 *Bus. Law.* 635, 637, 640.

l'empêcher de modifier *par la loi* les rapports de séniorité existant entre ses différents créanciers.

Dans l'affaire qui l'oppose à l'Argentine, la filiale d'Elliott NML Capital s'inscrit évidemment dans la continuité du jugement rendu en sa faveur face au Pérou en 2000 (cf. note 11), et souhaite que la même interprétation de la clause de *pari*

passu soit retenue par les tribunaux new-yorkais, ce qui a été le cas à tous les niveaux de la procédure (tribunal de district de New York et Cour d'Appel du Second Circuit : voir chronologie ci-dessous), et ce qu'a entériné le 16 juin 2014 dans son refus de prendre le cas en considération la Cour Suprême des États-Unis.

Encadré 1 : Chronologie de l'affaire NML vs. Argentine^a

- **12 juillet 2011** : NML Capital (aux côtés d'autres fonds comme Aurelius Capital, ACP Master, LLC, Blue Angel capital, Olifant) a initié devant la Cour de district de New York une procédure visant à faire constater que l'Argentine, en payant ses créanciers restructurés tout en refusant de payer ceux qui n'ont pas accepté de participer à la restructuration, viole la clause de *pari passu* contenue dans les contrats obligataires et cherche à obtenir, en conséquence, le prononcé d'une mesure l'enjoignant à rembourser tous ses créanciers.
- **7 décembre 2011** : la cour de New York juge que l'Argentine, en refusant d'honorer les titres détenus par NML, tout en payant les créanciers détenant des titres restructurés, avait porté atteinte à l'obligation de traiter ses créanciers de manière « égale ».
- **23 février 2012** : la cour de New York exige de l'Argentine qu'elle rembourse ses créanciers « au prorata » de leurs créances ("*ratable payment*"^b), pour un montant de 1,33 Md\$, en retenant une interprétation large, et différente de celle habituellement retenue, de la clause de *pari passu*.
- **26 octobre 2012** : la Cour d'Appel du Second Circuit confirme l'ordonnance du 23 février 2012 tout en demandant de préciser deux points techniques (calcul des paiements aux *holdouts* et statut des banques intermédiaires^c).
- **26 juin 2013** : Dépôt par l'Argentine de sa première pétition ("*writ of certiorari*") auprès de la Cour Suprême. La République conteste la conformité de l'arrêt de la Cour d'Appel du 26 octobre 2012 aux dispositions du *Foreign Sovereign Immunity Act* (FSIA) ainsi qu'aux principes de procédure civile américaine régissant le prononcé des injonctions
- **26 juillet 2013** : Dépôt par la France d'un premier mémoire en qualité d'*Amicus Curiae* devant la Cour Suprême des États-Unis.
- **23 août 2013** : Une décision finale est rendue par la Cour d'Appel sur la formule de paiement et sur le périmètre des banques intermédiaires, en confirmation de son jugement d'octobre 2012, enjoignant tout agent agissant indirectement pour le compte de l'Argentine de ne pas procéder à une transaction qui contreviendrait à ce principe.
- **7 octobre 2013** : La Cour Suprême fait savoir qu'elle n'examinera pas la pétition déposée par l'Argentine en juin, et donc, automatiquement, que les *Amici Curiae* ne seront pas examinés. Cette décision s'explique par l'attente d'un second "*writ of certiorari*" argentin, qui s'appuiera sur le jugement -cette fois définitif- de la Cour d'Appel, afin d'éviter d'examiner deux fois le cas. Bien que la Cour Suprême n'offre pas de justification officielle de ses décisions, cette interprétation semble accréditée par la décision de la Cour d'Appel du 23 août, indiquant qu'apparemment, "*Argentina filed a petition for certiorari in this matter on June 24, 2013, notwithstanding that, as of that date, no final order had yet issued in this case.*"
- **18 février 2014** : Dépôt par l'Argentine d'un nouveau "*writ of certiorari*" devant la Cour Suprême, faisant suite à la décision définitive de la Cour d'Appel en date du 23 août 2013, en s'appuyant cette fois largement sur l'interprétation faite de la clause de *pari passu* pour étayer sa demande.
- **24 mars 2014** : La France dépose un second mémoire d'*Amicus Curiae* devant la Cour Suprême sur la base du nouveau *writ* argentin. Ont également enregistré des mémoires les gouvernements du Mexique et du Brésil^d, la chambre de compensation Euroclear, ainsi que le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz.
- **16 juin 2014** : La Cour Suprême des États-Unis ne donne pas suite au recours des autorités argentines, mettant ainsi fin au caractère suspensif de la démarche argentine. Les décisions antérieures des cours américaines deviennent de fait applicables immédiatement. Leur effet précis ne sera cependant connu qu'à échéance de quelques semaines, le prochain paiement de l'Argentine à ses créanciers restructurés étant prévu pour le 30 juin 2014, date à laquelle est assortie un délai de grâce de 30 jours. Le juge Griesa du tribunal de New York a nommé le 23 juin 2014 un "*special master*" chargé de réaliser l'intermédiation entre les parties en vue de la mise en œuvre du jugement.
- **31 juillet 2014** : Expiration du délai de grâce et gel d'un paiement de 539 M\$ sur les comptes de la Bank of New York Mellon, initialement destiné aux créanciers restructurés. L'Argentine est désormais considérée en situation de défaut sélectif. Les négociations avec les créanciers procéduriers n'ont à ce jour pas permis d'aboutir à une solution de compromis.

a. Voir notamment Buchheit, L. et Pam, J.S. (2004), "The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments", *Emory Law Journal*, vol. 53, ainsi que Gulati, M. and Scott, R. (2012), *The 3½ Minute Transaction: Boilerplate and the Limits of Contract Design*, University of Chicago Press.

b. Dans l'interprétation qu'en a fait la Cour d'Appel du Second Circuit, un "*ratable payment*" consisterait pour l'Argentine à rembourser 100 % de ce qui est dû aux créanciers *holdouts* dès lors qu'elle honorerait à même hauteur un paiement dû à ses créanciers restructurés (même si ce paiement ne correspond qu'à une échéance d'intérêts ou à une fraction du capital). Voir United States Court of Appeals for the Second Circuit, 12-105(L) / NML Capital, Ltd. V. Republic of Argentina, p. 7 : "*In its opinion, the district court first explained that its 'ratable payment' requirement meant that whenever Argentina pays a percentage of what is due on the Exchange Bonds, it must pay plaintiffs the same percentage of what is then due on the FAA Bonds. Under the express terms of the FAA, as negotiated and agreed to by Argentina, the amount currently due on the FAA Bonds, as a consequence of its default, is the outstanding principal and accrued interest. Thus, as the district court explained, if Argentina pays Exchange Bondholders 100% of what has come due on their bonds at a given time, it must also pay plaintiffs 100% of the roughly \$1.33 billion of principal and accrued interest that they are currently due.*"

c. La Cour de New York précise le 21 novembre 2012 que l'intégralité des sommes dues aux *holdouts* devait être remboursée et que le jugement s'appliquait à toutes les banques intermédiaires et notamment Bank of New York, agent payeur de l'Argentine.

d. Le Brésil et le Mexique ont notamment mis en avant les risques que faisait peser la décision de la Cour d'Appel sur le respect de leur souveraineté dans la mesure où ils sont, comme l'Argentine, très exposés aux décisions des tribunaux américains. Tout comme la France, ils rappellent également avoir agi sur les marchés financiers depuis de nombreuses années sur la base de l'interprétation usuelle de la clause de *pari passu*, et qu'une nouvelle interprétation donnée à la clause pourrait les déstabiliser face à leurs créanciers privés. Enfin, les deux pays indiquent à l'instar de la France que les CACs ne constituent pas, contrairement à ce que prétend la décision, un remède aux situations de *holdout*.

3. Intervention de la France et portée systémique de la procédure

3.1 Action de la France

La France a décidé, à la suite du dépôt du dernier *writ* argentin, de soumettre le 24 mars 2014 un mémoire en qualité d'*Amicus Curiae* (tierce partie intervenant dans une procédure afin d'apporter à la Cour un éclairage particulier sur un domaine dans lequel cette tierce partie est réputée compétente), qui soulignait les risques systémiques que ferait peser la décision du tribunal de New York sur la pratique des restructurations de dette ordonnées si elle devait être confirmée par la Cour Suprême - ce qui est le cas depuis le 16 juin 2014. Les États-Unis avaient déjà usé par deux fois de ce biais à des stades antérieurs de la procédure, en avril 2012, auprès de la Cour d'Appel et le 28 décembre 2012 en soutien du « *rehearing* en banc » (nouvel examen du cas devant un panel élargi de juges). La démarche française n'était pas liée au cas spécifique de l'Argentine, mais motivée par l'attachement de la France à la préservation de la stabilité financière internationale et à son rôle au sein du Club de Paris, bien que -cela doit être souligné- le mémoire ait été déposé par la France en son nom propre, et pas au nom du Club.

La position de la France exprimée alors, et telle qu'elle s'articule toujours à l'heure actuelle, consiste notamment :

- (i) à souligner la portée des implications de la décision de la Cour d'appel du Second Circuit sur la mécanique d'ensemble des restructurations de dette souveraines ;
- (ii) à indiquer qu'en tant que créancier souverain, la France considère le jugement comme étant de nature à mettre en danger ses propres créances - dans la mesure où les remboursements qui lui seraient dus après une restructuration pourraient faire l'objet de procédures par des créanciers *holdouts* ;
- (iii) à rappeler que l'introduction de clauses d'action collective (CACs) ne peut à elle seule prévenir ce type de situation, comme l'a démontré le cas grec¹⁴, a *fortiori* si la décision s'impose dans une juridiction aussi « universelle » que celle de New York dans le domaine des émissions obligataires.

Encadré 2 : Le Club de Paris, au cœur de la coordination des créanciers officiels bilatéraux et de la mécanique de restructuration des dettes souveraines

Le Club de Paris, dont la Direction Générale du Trésor assure le Secrétariat, le Directeur Général du Trésor en assurant la Présidence, est un groupement informel de créanciers qui a, en près de 60 ans d'existence, mené à bien 430 négociations de restructuration de dette souveraine avec 90 pays, et traité ainsi plus de 580 Md\$ de créances.

Bien qu'il ne se soit pas positionné dans le cas opposant l'Argentine à ses créanciers procéduriers, le Club de Paris est pleinement conscient de la nécessité de rendre plus efficace, inclusive et transparente la pratique des restructurations de dette.

Il préfère dans cette optique favoriser une approche flexible, fondée sur un dialogue franc et direct entre créanciers souverains et privés. Le Club de Paris fournit le cadre, pour ses membres, de discussions régulières, mensuelles, sur la situation économique et financière de ses débiteurs.

Le Club de Paris constitue ainsi un forum de discussion qui permet aux créanciers de bénéficier d'un important levier pour recouvrer des créances, d'échanger des informations entre eux mais aussi avec les institutions financières internationales, et enfin de contribuer à une réflexion collective sur la mécanique de restructuration des dettes souveraines. Grâce aux accords conclus en son sein, le Club de Paris permet également aux débiteurs d'éviter des périodes prolongées de défaut et d'arriérés, et permet aux pays ayant fait l'objet d'une restructuration d'accéder à de nouvelles sources de financement privées et publiques. Il contribue ainsi à l'objectif ultime d'un développement économique soutenable et partagé.

Dans un environnement financier international marqué par la montée en puissance de nouveaux créanciers et de nouveaux modes de financement^a, le Club de Paris représente un point focal de la concertation inter-créditeurs, qu'il s'agisse d'investisseurs privés ou publics. Ce rôle central se manifeste notamment à travers l'organisation d'événements annuels de grande ampleur, comme la réunion organisée conjointement avec l'International Institute of Finance (dont la 14^{ème} édition vient de se tenir le 25 juin dernier à Paris), ou le Forum de Paris des créanciers souverains, dont la 2^{ème} édition sera organisée conjointement avec la présidence australienne du G20 le 20 novembre 2014.

Ce type de rencontre avait notamment permis en 2013 la participation de nombreux créanciers émergents (tels l'Arabie Saoudite, l'Inde, l'Indonésie, le Qatar, la Turquie, ...), au-delà de ceux qui sont habituellement associés aux travaux du Club, ainsi que de plusieurs pays débiteurs (Sénégal et Tanzanie). L'ouverture constante du Club de Paris à plus de représentativité reçut à cette occasion l'appui de la direction du FMI, et trouve également un écho favorable dans le milieu académique, où le besoin d'une coordination souple entre créanciers officiels bilatéraux, et respectueuse de la souveraineté de chacun, est plus que jamais souligné. Cet effort a déjà porté ses fruits, dans la mesure où la Banque Centrale de Chine participe aux réunions mensuelles du Club de Paris depuis décembre 2013. L'État d'Israël, qui était avec le Brésil et la Corée du Sud l'un des pays participant de manière *ad hoc* aux travaux du Club, est par ailleurs devenu officiellement le 24 juin 2014 le 20^{ème} membre à part entière du Club de Paris.

a. La part des financements privés dans les déboursments internationaux est passée d'environ 2 % à la fin des années 1990 à 10 % aujourd'hui.

(14) La présence de CACs dans certaines lignes obligataires grecques sous droit étranger n'avait pas suffi à prévenir l'apparition de créanciers *holdouts*, faute d'une majorité qualifiée pour leur imposer les termes d'une restructuration.

3.2 Portée systémique de la décision de la Cour d'Appel

L'interprétation retenue par la Cour d'Appel du Second Circuit de la clause *pari passu* dans sa décision du 26 octobre 2012, que la Cour Suprême des États-Unis n'a pas jugé opportun de remettre en cause, la conduite à conclure que l'Argentine enfreint cette clause dès lors qu'elle rembourse ses obligations restructurées sans rembourser « proportionnellement » les *holdouts*.

Le premier risque, direct, que fait porter cette décision, consiste en un effet d'image hautement préjudiciable pour l'Argentine, à rebours des efforts entrepris depuis 2005 pour normaliser sa situation vis-à-vis des marchés internationaux, que la direction du FMI elle-même avait salués¹⁵. On peut ainsi craindre que le défaut sélectif notifié en juillet 2014 incite les investisseurs étrangers à se détourner de l'Argentine, au risque de déséquilibrer une balance des paiements et des réserves (28 Md\$, soit moins de 4 mois d'importations de biens et services), déjà soumis à de fortes pressions.

L'application de ce jugement, en renforçant la position des *holdouts*, réduit par ailleurs sensiblement l'incitation des créanciers à participer à des restructurations de dette ordonnées. Or, la participation du plus grand nombre est essentielle pour ramener les niveaux de dette jugés excessifs à des niveaux soutenables, et contribue à répartir l'effort consenti entre les créanciers. Anna Gelpern soutient ainsi que le remède préconisé par le tribunal de New York et confirmé en août 2013 par le Second Circuit risque en réalité de maximiser

les dommages collatéraux sur les intermédiaires financiers de l'Argentine¹⁶, sans atteindre l'Argentine elle-même, et le qualifie à ce titre de « partiel, arbitraire et inéquitable »¹⁷.

Les juges du Second Circuit avancent, en réponse à cette évocation d'une portée systémique de leur décision, que seuls sont concernés les contrats sous droit de New-York et que l'intégration de CACs évitera à l'avenir qu'une situation semblable ne se produise à nouveau. Cet argument de va pas de soi¹⁸, même si l'ensemble des obligations venaient à incorporer des CACs, pour deux raisons. Premièrement, toutes les dettes souveraines ne peuvent inclure de CACs (notamment celles qui ne se présentent pas sous forme de titres obligataires). Deuxièmement, toutes les CAC ne contiennent pas des clauses d'agrégation qui permettent pour l'ensemble des séries d'obligations des changements sur la base d'une super majorité mesurée de façon agrégée, au-delà de chaque ligne individuelle (cf. encadré 3). On estime ainsi que sur 900 Md\$ d'obligations en droit étranger actuellement en circulation dans le monde, environ 20 % ne contiennent aucune CAC, qui porteront des échéances pendant de nombreuses années encore. Par ailleurs, même si la décision des tribunaux américains ne concerne que les contrats obligataires sous droit de New-York (qui comptent déjà à eux seuls 100 Md\$ d'obligations sans CACs), l'interprétation du *pari passu* pourrait créer un précédent dans d'autres juridictions. Ce pourrait être le cas pour plusieurs lignes obligataires restées en *holdouts* à la suite de l'échange proposé par la Grèce en mars 2012 et émises sous droit britannique.

Encadré 3 : Les clauses d'action collective dans les émissions obligataires souveraines

Les clauses d'action collective, ou « CACs », se sont imposées depuis une décennie comme un moyen de réduire l'incertitude liée aux restructurations de dette souveraine. Elles consistent en une disposition contractuelle présente dans la documentation juridique des titres obligataires, permettant à une majorité qualifiée de détenteurs (généralement comprise entre 66,7 et 75 %) de modifier les paramètres mêmes de l'obligation, notamment sa valeur faciale, son taux d'intérêt ou son profil de remboursement.

La modification s'applique ainsi à une ligne obligataire donnée (identifiée par un code ISIN, et définie par sa valeur nominale, son taux d'intérêt, sa date d'émission et de remboursement) et, légalement, à l'ensemble des détenteurs de l'obligation, même si une minorité ne le souhaite pas. Un créancier *holdout* peut cependant en théorie s'en exclure s'il contrôle une minorité de blocage suffisante. Parmi les événements qui ont contribué à l'accélération de leur diffusion au début des années 2000, on peut citer notamment, au-delà du défaut argentin de 2001, la déclaration du G10 du 26 septembre 2002 (*Report of the G10 Working Group on Contractual Clauses*, 26 septembre 2012 : "The Working Group recommends the inclusion of a majority amendment clause permitting amendments of payment terms with the approval of a supermajority of bondholders").

La décision récente des pays de la zone euro d'inclure des CACs dans leurs émissions souveraines sous droit national à compter du 1^{er} janvier 2013 a constitué une avancée supplémentaire dans le renforcement de cette voie contractuelle de restructuration des dettes souveraines, puisqu'elle a introduit pour la première fois à une telle échelle un mécanisme d'agrégation dans les CACs. L'agrégation consiste à ajouter au vote « classique », au niveau de chaque série, un vote agrégé de tous les détenteurs de titres concernés par l'opération de restructuration, ce qui permet de minimiser la constitution de minorités de blocage.

(15) <http://en.mercopress.com/2014/05/31/imf-and-argentina-paris-club-deal-we-hope-they-continue-that-process>

(16) Dans son jugement du 23 août 2013, la Cour d'Appel du Second Circuit, en plus d'enjoindre l'Argentine de payer « équitablement » ses créanciers obligataires, a enjoint tout agent agissant indirectement pour son compte de ne pas procéder à une transaction qui contreviendrait à ce principe. La décision du Second Circuit cite notamment Euroclear, DTS, et Bank of New York. Contrairement à d'autres établissements bancaires « intermédiaires » dont le rôle se limite à des transferts de fonds automatiques, Euroclear, au titre de ses activités de chambre de compensation, est nommément désigné dans le jugement de la Cour d'Appel. À noter que l'objection d'extraterritorialité du jugement semble ici écartée par le juge et en vertu de la « règle fédérale n°65 », selon laquelle toute décision fédérale s'applique aux entités qui « participent à l'application de la loi américaine ». Elle s'appliquerait donc aussi aux entités non soumises elles-mêmes au droit US, mais qui se contentent d'assister l'Argentine, qui, elle, lui est soumise.

(17) Gelpern, A., (2013), "Sovereign Damage Control", Peterson Institute for International Economics, *PolicyBrief*, Number PB13-12.

(18) Gelpern, A. (2012), "Sovereign Restructuring after NML v. Argentina: CACs Don't Make Pari Passu Go Away", May.

Par ailleurs, la clause de comparabilité de traitement figurant dans les procès-verbaux du Club de Paris impose au pays débiteur d'obtenir des termes d'allègement de dette comparables de la part de ses autres créanciers et notamment ses créanciers privés. La confirmation de ce jugement, en renforçant la

position des *holdouts*, risque de contraindre à l'avenir l'application de cette clause. En conséquence, il serait beaucoup plus compliqué pour les pays débiteurs d'obtenir un traitement comparable de leurs créanciers privés et l'effort ne serait plus équitablement réparti entre tous les créanciers.

4. Quelles conséquences pour la pratique internationale de restructuration de dette souveraine ?

Le cas NML vs. Argentine, au-delà du débat théorique qu'il a suscité sur l'interprétation de la clause de *pari passu*, a d'ores et déjà une incidence très concrète sur la pratique internationale des restructurations de dette souveraine. Le refus signifié le 16 juin 2014 par la Cour Suprême de prendre en compte la requête des autorités argentines a bien sûr conféré à l'injonction du tribunal de New-York une nouvelle résonance sur le plan international, dans la mesure où les risques systémiques décrits ci-dessus sont désormais susceptibles de se réaliser - à commencer par la remise en cause des mécanismes établis de restructuration des dettes souveraines.

À titre d'exemple du risque d'émulation de la stratégie de *holdout* parmi les créanciers de pays très endettés, Taiwan a engagé en mars 2013 une procédure devant une cour de New-York pour violation de la clause de « *pari passu* » contenue dans ses contrats de prêts au bénéfice de Grenade. D'autres pays, potentiellement concernés à divers titres par le jugement de la Cour d'Appel, ont entrepris par ailleurs de modifier leur législation ou leurs dispositions contractuelles afin de se prémunir contre tout effet de ricochet. La Belgique, ayant joué un rôle de premier plan dans l'affaire Elliott Associates vs. Pérou fut parmi les premiers pays à prendre des mesures législatives afin de se prémunir à l'avenir du type de poursuites intentées par les fonds voutours¹⁹. Plusieurs pays ayant procédé à des émissions obligataires, comme le Belize en 2013, la Grèce et l'Équateur en 2014, ont quant à eux choisi de modifier la clause de *pari passu* de leurs titres émis sous droit international, en enlevant toute référence aux obligations de paiement, ou en en donnant une interprétation permettant de se prémunir contre les poursuites des créanciers procéduriers.

Enfin, à la lumière du cas argentin, le milieu académique considère de plus en plus la restructuration de dette comme une étape qui peut être facilitée et fluidifiée en aval, plutôt qu'évitée à tout prix, dès lors que les réformes visant à rétablir

la situation macroéconomique du pays et que la politique de gestion saine des finances publiques ont échoué en amont. Dans ce contexte se pose donc à nouveau la question des moyens et des instruments. Le FMI, dans un document-cadre publié en mai 2013²⁰ a mis en avant plusieurs pistes de réflexion, comme l'idée de renforcer les CACs en développant les clauses d'agrégation²¹, ou d'imposer une extension des maturités des créanciers, y compris privés, dans les pays traversant une crise de liquidité. Plusieurs articles récents²², proposent enfin de réexaminer la pertinence d'un *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, tel qu'il avait été esquissé par le FMI au début des années 2000, suite au défaut argentin. Les auteurs se gardent toutefois de remettre sur le métier un schéma identique de celui de 2001, sachant qu'il avait fait l'objet d'une forte opposition, notamment de la part des créanciers publics attachés à leur souveraineté. À cette approche supposant entre autres l'établissement d'un pouvoir suprational, est donc souvent préférée une coordination renforcée entre créanciers, facteur incontournable de stabilité et d'efficacité dans les restructurations de dette souveraine²³, ainsi qu'une approche « contractuelle » reposant essentiellement sur une large diffusion dans les obligations souveraines de CACs, telles que décrites par le FMI, censées prévenir l'apparition de *holdouts* et faciliter les opérations de restructuration. Comme nous avons pu l'évoquer, le cas argentin suggère toutefois que les CACs ne sauraient constituer à elles seules un remède aux procédures abusives de certains créanciers, dans la mesure où (i) elles ne sont pas encore universelles, et l'on peut estimer que le stock de obligations circulant actuellement sans CACs ne sera pas écoulé avant une dizaine d'années et (ii) elles n'offrent lorsqu'elles sont dépourvues de mécanismes d'agrégation comme souvent aujourd'hui qu'une protection partielle, qui permet encore aux créanciers déterminés et disposant de moyens importants permettant de s'assurer une minorité de blocage.

(19) La loi du 28 avril 1999 fut amendée en novembre 2004, dans le contexte des poursuites engagées contre le Nicaragua par ses créanciers procéduriers, qui visait à préciser (insertion soulignée) que « Tout compte de règlement auprès de l'opérateur ou de l'organe de règlement du système utilisé pour le dépôt de fonds, de même que tout transfert de fonds, à l'intervention d'un établissement de droit belge ou étranger, à porter à un tel compte de règlement, ne peut être saisi, mis sous séquestre ou bloqué d'une manière quelconque par un participant, une contrepartie ou un tiers autre que l'opérateur ou l'organe de règlement du système ».

(20) FMI, (2013), "Sovereign Debt Restructuring : Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework", May.

(21) Qui, contrairement aux CACs en circulation, ne supposeraient pas en cas de restructuration d'approbation des nouveaux termes ligne obligataire par ligne obligataire, mais seulement au niveau agrégé.

(22) Notamment, Bucheit, L., Gelpner, A., Gulati, M., Panizza, U., Weder di Mauro, B. and Zettelmeyer, J. (2013), "Revisiting Sovereign Bankruptcy", Brookings Institution, *Committee on International Economic Policy and Reform*, October.

(23) Gitlin, R. et Brett House, B. (2013), "The Sovereign Debt Forum: Expanding our tool kit for handling sovereign crises", *CIGI Policy Brief* n° 28, August.

Certains défauts souverains, lorsqu'ils ne sont traités que partiellement, peuvent porter atteinte aux fondements même d'une économie pour de nombreuses années. Le cas du défaut de l'Argentine et du contentieux qui l'oppose devant les cours américaines à ses créanciers procéduriers est à ce titre emblématique. Au-delà d'une situation particulière, il touche par ses implications au processus même de restructuration de dette souveraine, qui constituera encore à l'avenir une étape incontournable pour les pays dont la situation se révèle insoutenable. Quelle que soit son issue, il a également mis en lumière plusieurs débats importants, dont la question fondamentale du renforcement de l'approche contractuelle des résolutions de

dette et de la coordination entre créanciers souverains, qui vont mobiliser les acteurs du système financier international pour les années à venir. Le Club de Paris, fidèle à sa tradition d'acteur-pivot parmi les créanciers souverains, prendra toute sa part à ces débats. L'accord historique conclu entre l'Argentine et le Club de Paris le 29 mai 2014, visant à définir les modalités d'apurement de la dette de l'Argentine en défaut vis-à-vis des créanciers souverains du Club de Paris depuis 2002, témoigne à cet égard, s'il en était besoin, de la pertinence du dialogue et de la négociation de bonne foi dans la résolution des défauts souverains les plus complexes.

Geoffroy CAILLOUX

Éditeur :

Ministère des Finances
et des Comptes publics
et Ministère de l'Économie
de l'Industrie et du Numérique

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Sandrine Duchêne

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Septembre 2014

n°135. La situation économique mondiale à l'été 2014 : une reprise à nouveau en question ?

Marie, Albert, Flore Bouvard, Guillaume Cléaud, Samuel Delepierre, Marie Magnien,

n°134. Comment l'évolution des coûts salariaux unitaires en France se situe-t-elle par rapport aux partenaires de la zone euro ?

Cristian Ciornohuz, Maxime Darmet-Cucchiari

Juillet 2014

n°133. Piste pour l'instauration d'une norme de salaire minimum européenne

Maxence Brischoux, Anne Jaubertie, Christophe Gouardo, Pierre Lissot, Thomas Lellouch, Arthur Sode

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère des Finances et des Comptes publics et du ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.