

L'ÉMERGENCE D'UN « ORDRE PUBLIC DE LA DETTE SOUVERAINE » POUR ET PAR LE CONTRAT D'EMPRUNT SOUVERAIN ? QUELQUES RÉFLEXIONS INSPIRÉES PAR UNE ACTUALITÉ TRÈS MOUVEMENTÉE

RÉGIS BISMUTH

Résumé : La période récente a été riche en événements mettant en lumière les carences des mécanismes de gestion des crises de dette souveraine. Tant les difficultés financières traversées par la Grèce que les multiples suites contentieuses du défaut argentin de 2001 ont révélé les obstacles à la mise en œuvre de plans de restructuration efficaces et à la neutralisation des recours initiés par les créanciers ne souhaitant pas y participer. Face à cette impression de désordre et aux entraves à l'instauration d'une procédure collective pour les États, le contrat d'emprunt est apparu comme l'instrument le plus adapté afin d'assurer une gestion ordonnée des problèmes de solvabilité des États. Dans ce contexte, il semble légitime de s'interroger sur l'émergence d'un « ordre public de la dette souveraine » dont la clé de voute serait ce contrat d'emprunt conclu entre l'État et ses créanciers.

Abstract: The recent period has been rich in events highlighting the shortcomings of mechanisms for managing sovereign debt crises. Both the difficulties which Greece has been going through and the many litigious consequences of Argentina's 2001 default have revealed the obstacles to implementing effective restructuring schemes and to neutralising proceedings brought by creditors not wishing to be part of them. Against this impression of disorder and impediments to the introduction of bankruptcy proceedings for states, the borrowing agreement appears to be the most suitable instrument for ensuring orderly management of problems of state solvency. In this context, it seems legitimate to question the emergence of a 'public order of sovereign debt' the keystone of which would be this borrowing agreement between states and their creditors.

« *Spain is not Greece* »

Elena SALGADO, ministre des finances de l'Espagne, février 2010

« *Hungary is quite obviously not Greece* »

Gyorgy MATOLCSY, ministre des finances de la Hongrie, juin 2010

« *Greece is not Ireland* »

George PAPAConstantinou, ministre des finances de la Grèce, novembre, 2010

« *Spain is neither Ireland nor Portugal* »

Elena SALGADO, ministre des finances de l'Espagne, novembre 2010

« *Ireland is not in Greek territory* »

Brian LENIHAN, ministre des finances de l'Irlande, novembre 2010

(*) Régis BISMUTH, professeur de droit public, Université de Poitiers (CECOJI).

« *Neither Spain nor Portugal is Ireland* »

José Ángel GURRÍA, secrétaire général de l'OCDE, novembre 2010

« *We're not Greece* »

Barack OBAMA, président des États-Unis, juillet 2011

« *Spain is not Uganda* »

Mariano RAJOY, premier ministre de l'Espagne, 12 juin 2012

« *Uganda does not want to be Spain* »

Henry ORYEM OKELLO, ministre des affaires étrangères de l'Ouganda, 13 juin 2012

Prises individuellement, les déclarations précédentes auraient presque pu passer inaperçues. Prises collectivement – grâce à quelques journalistes qui les ont recensées¹ – elles tendent vers le burlesque tout autant qu'elles témoignent de l'anxiété qui régnait au sein d'une zone euro craignant de basculer dans le précipice de la crise de l'endettement. L'année 2012 est d'ailleurs certainement à inscrire dans les « annales de la dette » puisque la Grèce y a entrepris la plus importante opération de restructuration de dette souveraine de l'histoire, laquelle s'est notamment concrétisée par un programme d'échange de titres portant sur un montant supérieur à 200 milliards d'euros². La crise traversée par la zone euro à la même période a été d'une ampleur et d'une intensité telles que plusieurs de ses États membres ont dû solliciter l'assistance financière du FMI³ alors que cette option était encore perçue comme déshonorante quelques semaines avant la conclusion du premier programme d'aide destiné à la Grèce⁴.

Cependant, si la zone euro a été au centre de la grande majorité des attentions, elle ne doit pas pour autant éclipser d'autres développements récents tout aussi instructifs des problèmes soulevés par les crises de dette souveraine. Outre des opérations de restructuration de plus faible ampleur conduites en 2012 et 2013 (Belize, Jamaïque, Saint-Kitts-et-Nevis)⁵, ces dernières années ont aussi été celles du contentieux consécutif au défaut de paiement de l'Argentine survenu en 2001. Celui-ci a offert un panorama à la fois riche et surprenant des stratégies déployées par les créanciers afin de recouvrer tout ou partie de leur investissement. Certains d'entre eux ont ainsi sollicité les juridictions américaines compétentes en vertu du contrat d'émission des obligations émises par l'Argentine⁶, les juridictions britanniques et françaises qui ont eu à se prononcer sur des questions d'immunités

1. La liste reproduite ici n'est qu'un florilège loin d'être exhaustif. Voy. notamment, J. DUNKLEY, « On a Road to Nowhere », *The Daily Telegraph*, 19 juin 2012 ; L. THOMAS, « They Are Not Like Ireland. Really », *The New York Times*, 28 novembre 2010 ; R. COHEN, « Scottexalonia Rising », *The New York Times*, 27 novembre 2012.

2. J. ZETTELMEYER C. / TREBESCH M. / GULATI *The Greek Debt Exchange : An Autopsy*, septembre 2012, p. 16, [http://papers.ssrn.com] ; FMI, *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework*, avril 2013, p. 6.

3. Sur ces aspects, voy. R. BISMUTH, « L'assistance financière du FMI aux États membres de la zone euro : De l'inconcevable au conventionnel (ou comment 'conventionnaliser' l'inconcevable) », *Revue des affaires européennes*, 2012, n° 4, pp. 747 et s.

4. *Ibid.*, p. 750. À la question d'un journaliste lui demandant si, pour la Grèce, l'assistance financière du FMI était envisagée, le Gouverneur de la BCE de l'époque, Jean-Claude Trichet affirmait avec un certain aplomb : « *I do not want to enter into some kind of fantasy scenario [...]. [We] are, in a way, in a system which is very different from the usual environment. When you are inside the euro area, you are helped by the very fact of belonging to the euro area, and you are helped considerably* » ; BCE, *Introductory statement with Q&A – Press Conference*, 4 mars 2010. Le plan d'aide du FMI à la Grèce a été finalisé début mai 2010 ; FMI, *IMF Reaches Staff-Level Agreement with Greece on 30 Billion Stand-By Arrangement*, Press Release No. 10/176, 2 mai 2010.

5. FMI, *op. cit.* note 2, p. 6.

6. Sur ce contentieux, voy. *infra* I.A.2.

souveraines⁷ ainsi que des tribunaux arbitraux constitués sous les auspices du CIRDI⁸. Ce contentieux s'est même prolongé jusqu'au Tribunal international du droit de la mer (TIDM) devant lequel l'Argentine a contesté la saisie d'un navire prononcée par les juridictions ghanéennes à la demande d'un créancier⁹. Les crises de dette souveraine et les difficultés qu'elles soulèvent ne doivent donc pas simplement être envisagées comme un simple prolongement de la crise financière¹⁰ (d'autant que l'industrie financière est en partie fondée sur le marché de la dette souveraine¹¹). Les multiples recours intentés dans le contexte du défaut argentin révèlent en effet le désordre susceptible de prévaloir pour ce type de contentieux, lequel résulte en particulier de l'absence d'un mécanisme centralisé permettant d'assurer une gestion ordonnée des problèmes de dette souveraine.

Si l'on devait se risquer à un bref parallèle entre le cadre juridique régulant le processus d'endettement des États et celui des entreprises privées (ou, dans une moindre mesure, des entités infra-étatiques), cette carence se manifeste à trois points de vue, que l'on pourrait comparer à trois piliers de régulation¹². En premier lieu, il n'existe pas en amont de dispositif préventif (ou de régulation *ex ante*) visant à encadrer ou limiter le recours à l'endettement pour les États, tels que les dispositifs prudentiels qui existent pour les institutions financières afin d'assurer leur

7. Voy. notamment : *NML Capital Limited (Appellant) v. Republic of Argentina (Respondent)* [2011] UKSC 31 ; Cass. Civ. 1^{re}, 28 septembre 2011, n° 09-72.057 ; Cass. Civ. 1^{re}, 28 mars 2013, n° 10-25.938, 11-10.450 et 11-13.323 (3 arrêts).

8. Voy. notamment : CIRDI, *Abaclat and others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4 août 2011 ; CIRDI, *Ambiente Ufficio S.p.A. and others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/08/9, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 8 février 2013. « Mentionnons également l'affaire suivante qui n'a pas pour l'instant donné lieu à une décision sur la compétence : *Giovanni Alemanni and others v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/07/8. »

9. TIDM, « *ARA Libertad* » (*Argentine c. Ghana*), Aff. n° 20, mesures conservatoires, ordonnance du 15 décembre 2012.

10. Sur les liens entre crises financières et crises de dette souveraine, voy. C. M. REINHART / K. S. ROGOFF, « From Financial Crash to Debt Crisis », *American Economic Review*, vol. 101, n° 5, 2011, pp. 1676 et s. Il est en effet courant d'appréhender la crise de la dette souveraine selon la séquence suivante : (1) des failles dans la régulation financière ont entraîné une crise financière puis économique, (2) celle-ci a impliqué des efforts budgétaires afin d'assurer une recapitalisation des institutions financières défaillantes ou fragilisées et un soutien à la croissance économique, (3) l'augmentation des ressources de l'État nécessaires à ces efforts a été réalisée par un recours massif à l'emprunt souverain, (4) lequel a détérioré les perspectives de solvabilité de certains États. Cependant, appréhender la crise de la dette souveraine comme une conséquence indirecte des failles de la régulation financière ne doit pas masquer les chevauchements entre ces deux champs d'étude, tels que l'encadrement des agences de notation (sur leurs défaillances en ce qui concerne la dette souveraine dans le contexte de la crise grecque, voy. N. GAILLARD, *A Century of Sovereign Ratings*, New York, Springer, 2012, pp. 171 et s.) ou la réglementation prudentielle des institutions financières. Cette dernière repose d'ailleurs dans une large mesure sur des ratios de solvabilité et de liquidité encourageant les banques à détenir dans leur bilan une certaine proportion de dette souveraine de bonne qualité, laquelle est réputée sans risque (R. BISMUTH, « La réforme de l'encadrement prudentiel des banques par le Comité de Bâle, reflet des tensions entre les différents espaces de régulation financière », in A. DELION / L. VIDAL (dir.), *Annales de la Régulation – Les réformes des régulations financières*, Paris, IRJS Éditions (à paraître, 2013)). Voy aussi *infra* note 11.

11. Certaines techniques d'évaluation financière prescrivent que le calcul du taux de rentabilité à exiger d'un actif financier est le taux sans risque (qui est en général celui des emprunts souverains) majorés d'une prime de risque. Le « Modèle d'évaluation des actifs financiers » (plus connu sous l'acronyme « MEDAF » ou son appellation en anglais « *Capital Asset Pricing Model* » ou « CAPM ») est l'une des plus couramment utilisées et enseignées. Comme le souligne très clairement un auteur, « *[e]stimating the overall cost of capital using the CAPM involves the following steps. First, the risk-free interest rate is estimated. This is, generally, the most straightforward part of the exercise, as forward-looking estimates are readily available from government bond markets [...]* » (T. JENKINSON, « Regulation and the Cost of Capital », in M. CREW / D. PARKER (eds.), *International Handbook on Economic Regulation*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2006, p. 147). Il n'est donc pas excessif d'avancer que l'industrie financière est elle-même intimement liée au marché de la dette souveraine, voire y trouve certaines de ses fondations.

12. Pour une autre perspective, voy. P. BOLTON, *Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring : Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World*, IMF Working Paper, WP/03/13, janvier 2003, pp. 19 et s., [http://www.imf.org]

solvabilité. En effet, aucune règle de droit international à portée globale ne vient limiter l'endettement des États. Tout juste peut-on mentionner quelques règles constitutionnelles nationales relatives à l'équilibre des finances publiques¹³, des nouveaux traités européens instaurant une discipline budgétaire¹⁴ ou quelques instruments de *soft law* tels les principes de la CNUCED visant à promouvoir l'octroi de prêts et la souscription d'emprunts souverains responsables¹⁵. En deuxième lieu, il n'existe pas d'institution internationale dotée de compétences permettant une intervention unilatérale dans une situation de crise, rôle joué – il est vrai de façon discrétionnaire – par les banques centrales lorsqu'elles assurent dans un contexte de tension sur les marchés une fonction de prêteur en dernier ressort. En matière de dette souveraine, le FMI, par exemple, n'est pas investi d'une telle fonction car il ne peut offrir son assistance financière aux États qu'à la suite d'un accord conclu avec ces derniers. Il ne peut donc intervenir de manière unilatérale sur les marchés. En troisième et dernier lieu, il n'existe pas en aval de dispositif curatif (ou de régulation *ex post*) qui a pour fonction, par des mécanismes centralisés, d'administrer les difficultés financières rencontrées par les États et qui peuvent déboucher, pour les agents économiques privés, sur une procédure de liquidation¹⁶. Bien que les propositions ne manquent pas¹⁷, la mise en place d'une procédure centralisée semble peu envisageable car elle impliquerait le transfert par les États à une autorité supranationale de compétences générales se rapportant à des domaines sensibles de leur souveraineté tels que la gestion de leurs finances publiques en cas d'insolvabilité. Dès lors, à la différence d'une entreprise, un État ne peut, en droit international, être mis en faillite et faire l'objet d'une procédure de redressement ou de liquidation. Il ne peut que faire défaut sur sa dette, événement à partir duquel les créanciers chercheront, de façon plus ou moins organisée, à obtenir le remboursement de l'emprunt par la mise en œuvre de leurs droits contractuels. Le désordre s'explique d'ailleurs d'autant plus que dans le contexte de la dette souveraine coexistent des créanciers de nature très diverse (institutions financières, personnes privées, institutions financières internationales, États, etc.), dont les décisions de prêt répondent à des logiques très différentes (recherche de rendement financier pour les créanciers privés, aide au développement, projet de financement ou programme d'ajustement pour les créanciers publics) et qui, surtout, ne sont pas coordonnés les uns avec les autres.

Il ne faudrait pas pour autant déduire de ce constat assez sombre une absence totale de régulation permettant d'assurer une gestion ordonnée des crises de dette souveraine. On pourrait certes mentionner diverses instances internationales (FMI, Club de Paris, Club de Londres, etc.) qui administrent occasionnellement, et avec succès, plusieurs plans de restructuration, mais ce cadre institutionnel

13. B. JEAN-ANTOINE, « La règle d'équilibre ou 'règle d'or', approche comparée », *Revue Française de Finances Publiques*, n° 117, 2012, pp. 55 et s.

14. F. ALLEMAND / F. MARTUCCI, « La nouvelle gouvernance économique européenne », *Cahiers de Droit Européen*, 2012, n° 2, pp. 407 et s.

15. UNCTAD, *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, 10 janvier 2012, [http://www.unctad.info]. Une traduction non officielle en langue française est également disponible sur le même site. Sur ces principes, voy. M. GOLDMANN, *Responsible Sovereign Lending and Borrowing : The Views From Domestic Jurisdictions*, février 2012, [http://www.unctad.info].

16. Comme le soulignait un auteur dans l'un des premiers cours professés à l'Académie de droit international de La Haye : « la position particulière de l'État s'oppose à celle d'un individu, ou à celle d'une entité corporative qui ne jouit d'aucune autorité publique, devra être prise en considération. Un État ne peut être mis en faillite comme un individu, et ses biens répartis entre ses créanciers ? Un État ne peut être liquidé comme une société de commerce, et on ne peut mettre fin à son existence, simplement parce qu'il est insolvable. Un État [...] existe dans le but de remplir envers ses membres des devoirs qui sont inaliénables » ; J. FISCHER WILLIAMS, « Le droit international et les obligations financières internationales qui naissent d'un contrat », *RCADI*, vol. 1, 1923, pp. 342-343.

17. Pour les plus récentes, voy. FMI, *op. cit.* note 2, p. 37.

reste toutefois trop diffus et décentralisé pour y déceler l'ossature d'une procédure collective cohérente destinée aux États¹⁸. La piste la plus pertinente semble résider dans le contrat d'emprunt lui-même car la pratique indique clairement que c'est en lui que se cristallisent les préoccupations des créanciers¹⁹. D'ailleurs, preuve qu'il constitue en quelque sorte la clé de voute des processus d'endettement des États, les principales crises de dette souveraine ont eu pour conséquence de faire évoluer la pratique contractuelle en matière d'emprunt souverain – notamment obligatoire – en y intégrant de nouvelles stipulations destinées à encadrer les procédures contentieuses et de renégociation en cas de non exécution²⁰. Dès lors, en l'absence de tout mécanisme collectif satisfaisant permettant d'administrer les tensions relatives à la solvabilité des États, c'est par le biais du contrat d'emprunt qu'une gestion ordonnée des crises de dette souveraine est envisageable. Dans cette perspective, la notion d'ordre public – lequel, entre autres, s'impose au contrat – devient intéressante afin d'incarner cet impératif de régulation. C'est en ce sens que l'expression « ordre public de la dette souveraine » est ici employée.

Cependant, si la relation entre « contrat » et « ordre public » conduit à envisager ce dernier tel qu'il est entendu en droit civil (l'ordre public en tant que limite à l'autonomie de la volonté selon l'article 6 du code civil), cette optique n'épuise pas à elle seule l'intérêt de la notion. Celle-ci se retrouve en effet dans de multiples branches du droit, par exemple en droit administratif où le respect des libertés individuelles doit s'articuler avec le maintien de l'ordre public²¹ ou en droit international privé français où l'exception d'ordre public désigne le mécanisme d'éviction d'une loi étrangère²² et celui de filtrage de la reconnaissance des décisions étrangères²³. Elle se retrouve également dans le domaine de l'arbitrage international (où l'ordre public devient « transnational »)²⁴, dans le contexte européen²⁵ ou en droit international public avec le *jus cogens*. Il est aussi utile de ne pas se limiter à la seule terminologie française dans la mesure où la plupart des contentieux relatifs à la dette souveraine se déroulent devant les juridictions newyorkaises ou britanniques. Dans ce contexte, la notion « d'ordre public » laisse place à son équivalent en *common law*²⁶, celle de *public policy* se définissant comme les « *principles and standards regarded by the legislature or by the courts as being of fundamental concern to the state and the whole of society* »²⁷.

Ces multiples usages de la notion d'ordre public (entendue donc *lato sensu*) présentent toutes un intérêt car elles permettent de dégager trois caractéristiques essentielles de l'ordre public (ou de *public policy*) qui s'avèrent utiles dans le contexte de la recherche d'une gestion ordonnée des problèmes de dette souveraine.

18. Voy. cependant, A. VON BOGDANDY / M. GOLDMANN, « Sovereign Debt Restructurings as Exercises of International Public Authority : Towards a Decentralized Sovereign Insolvency Law », 2013, 36 p., [<http://papers.ssrn.com>].

19. Pour une étude très exhaustive se concentrant sur des contrats d'emprunt portant sur des obligations souveraines, voy. S. CHOI / M. GULATI / E. A. POSNER, « The Evolution of Contractual Terms in Sovereign Bonds », *Journal of Legal Analysis*, vol. 4, n° 1, 2012, pp. 131 et s.

20. *Ibid.*, pp. 152 et s.

21. J. WALINE, *Droit administratif*, Paris, Dalloz, 22^e éd., 2008, pp. 325 et s.

22. P. MAYER / V. HEUZÉ, *Droit international privé*, Paris, Montchrestien, 10^e éd., 2010, pp. 149 et s.

23. *Ibid.*, pp. 287 et s.

24. P. LALIVE, « Ordre public transnational (ou réellement international) et arbitrage international », *Revue de l'Arbitrage*, 1986, n° 3, pp. 329 et s.

25. C. PICHÉRAL, *L'ordre public européen : Droit communautaire et droit européen des droits de l'homme*, Paris/Aix-en-Provence, La Documentation française/CERIC, 2001.

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

27. *Black's Law Dictionary*, 9th ed., 2009, p. 1267

En premier lieu, la notion d'ordre public renvoie à l'exigence du maintien des grands équilibres d'un corps social structuré autour de valeurs ou intérêts²⁸. Cette première caractéristique renvoie donc à l'impératif de régulation et de gestion ordonnée des crises de dette souveraine en assurant, par le biais de la sphère contractuelle, la prise en compte des intérêts des différentes parties intéressées, lesquelles ne se limitent pas nécessairement à ceux de l'État et de ses créanciers. En second lieu, l'ordre public va permettre de limiter l'autonomie de la volonté en matière conventionnelle. En ce sens, l'ordre public va s'imposer au contrat, et ce, de façon extérieure à celui-ci. Le législateur peut donc, pour des considérations d'ordre public limiter la liberté contractuelle des parties, de même que le juge peut refuser de donner effet à tout ou partie d'un contrat qui contreviendrait à l'ordre public. Cela présente un intérêt dans le domaine de la dette souveraine dans la mesure où celle-ci trouve sa source dans un contrat dont le créancier va rechercher l'exécution en cas de défaut de paiement. En troisième et dernier lieu, le contenu de l'ordre public n'est pas fixe mais variable, à la fois dans le temps et dans l'espace. Il est variable dans le temps car de nouvelles exigences relatives au maintien de l'ordre social peuvent être concrétisées par l'intervention du législateur et, par sa jurisprudence, le juge va concourir à progressivement façonner et définir le contenu de l'ordre public. Il l'est également dans l'espace car les valeurs où intérêts que l'ordre public entend protéger ne sont pas nécessairement partagées par tous les ordres juridiques. L'idée est donc ici de déterminer si de nouvelles exigences d'ordre public s'appliquant au contrat d'emprunt souverain ont été identifiées par le législateur ou le juge afin d'assurer une gestion ordonnée des crises de dette souveraine et, le cas échéant, de déterminer leur portée.

Une étude du droit positif nous conduit à exprimer certains doutes concernant l'existence d'un tel « ordre public de la dette souveraine » qui serait extérieur au contrat d'emprunt souverain et qui s'imposerait à celui-ci (I.). Toutefois, si cette exigence d'une gestion ordonnée des problèmes de dette souveraine ne peut être imposée extérieurement au contrat, par l'intervention du juge ou du législateur, ce constat ne doit pas conduire à négliger les multiples initiatives visant à faire porter cet impératif par le contrat d'emprunt lui-même. En ce sens, « l'ordre public de la dette souveraine » ne serait pas extérieur au contrat d'emprunt, mais intégré à celui-ci (II.).

I. – L'HYPOTHÉTIQUE « ORDRE PUBLIC DE LA DETTE SOUVERAINE » S'IMPOSANT AU CONTRAT D'EMPRUNT

L'existence d'impératifs d'ordre public destinés à assurer une gestion ordonnée d'une crise de dette souveraine permettrait au juge compétent en matière de différends relatifs au contrat d'emprunt de ne pas donner pleinement effet aux stipulations contractuelles ou de les interpréter dans un sens conforme à ces impératifs. Il ressort toutefois des principaux contentieux où une telle question s'est posée que les juridictions nationales se sont montrées réticentes à identifier de leur propre chef de telles exigences susceptibles d'affecter l'interprétation ou l'application des stipulations contractuelles (A.). Cette frilosité des juridictions nationales ne doit pas pour autant nous amener à considérer qu'un tel ordre public ne puisse à l'avenir émerger. En effet, plusieurs initiatives législatives nationales témoignent d'une reconnaissance – certes encore parcellaire – de tels impératifs (B.).

28. P. DEUMIER / T. REVET, « Ordre public », in D. ALLAND / S. RIALS (dir.), *Dictionnaire de la culture juridique*, Paris, PUF, 2003, p. 1120.

A. Une reconnaissance jusqu'à présent écartée par les juridictions nationales

1. Un contentieux de la dette souveraine interférant avec les processus de restructuration

Afin de mieux comprendre les questions les plus récurrentes soumises aux juridictions nationales dans le contexte d'un tel contentieux, il est nécessaire de se pencher sur les principales évolutions de la configuration de l'endettement souverain. Outre les dettes de nature publique contractées auprès des États et autres organisations internationales telles que les banques de développement ou le Fonds monétaire international, les dettes contractées par les États auprès des personnes privées étaient essentiellement de nature bancaire jusqu'au début des années 1980²⁹. Dans le cadre d'une procédure de restructuration, ces créanciers institutionnels se regroupaient – et se regroupent d'ailleurs toujours – de façon informelle au sein d'un forum informel désigné « Club de Londres », lequel fait écho au « Club de Paris » qui regroupe certains créanciers publics³⁰.

Suivant un mouvement général de financiarisation de l'économie qui s'était déjà développé dans le courant des années 1980³¹, les États, et en particulier ceux en développement, ont davantage sollicité des financements directement sur les marchés par le biais d'emprunts obligataires³². Cette évolution a eu des conséquences pratiques très significatives sur la gestion des crises de dette souveraine. En effet, lorsqu'un État rencontre ou est sur le point de rencontrer des difficultés de remboursement, il peut solliciter auprès de ses créanciers l'adoption d'un plan de restructuration pouvant déboucher, par exemple, sur un rééchelonnement ou une annulation partielle de la dette. De telles décisions, qui impliquent une modification du contrat d'emprunt, peuvent être prises avec moins d'obstacles dans le contexte d'une dette contractée auprès d'un nombre restreint d'institutions bancaires que dans celui d'un emprunt obligataire comprenant de nombreux porteurs.

Cette difficulté à obtenir un amendement au contrat obligataire qui, sauf clause contraire, requiert une approbation de l'ensemble des porteurs, rend non seulement complexe une gestion ordonnée des crises de solvabilité rencontrées par les États, mais peut aussi favoriser un activisme judiciaire de la part de certains créanciers. Ceux-ci, plutôt que de participer à des plans de restructuration débouchant généralement sur une perte financière, peuvent préférer tenter des recours devant les juridictions compétentes afin d'espérer recouvrer l'ensemble de la créance. Ces recours sont d'ailleurs facilités dans la mesure où les États débiteurs renoncent généralement à leur immunité souveraine dans les contrats d'émission dans le cadre d'opérations conduites sur les places newyorkaise ou londonienne³³. Les créanciers refusant de participer aux plans de restructuration, que l'on désigne

29. M. AUDIT, « Introduction générale – Dissection du risque souverain », in M. AUDIT (dir.), *Insolvabilité des États et dette souveraine*, Paris, LGDJ, 2011, pp. 6 et s.

30. Pour plus de détails, voy. L. RIEFFEL, *Restructuring Sovereign Debt – The Case for Ad Hoc Machinery*, Washington DC, Brookings Institution Press, 2003, pp. 56 et s.

31. C.-A. MICHALET, « Les métamorphoses de la mondialisation, une approche économique », in É. LOQUIN (dir.), *La mondialisation du droit*, Paris, Litec, 2000, p. 34. Voy. aussi, M. SÈVE, *La régulation financière après la crise*, Thèse, Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2012, pp. 219 et s. (à paraître, Bruxelles, Bruylant, 2013).

32. Cette expansion du recours à l'emprunt obligataire à partir des années 1980 n'était pas une nouveauté dans la mesure où ce mode de financement était déjà très prisé par les États à la fin du XIX^e et posait d'ailleurs des problèmes similaires en matière de restructuration. Sur ces aspects, voy. M. J. L. WRIGHT, « Sovereign Debt Restructuring : Problems and Prospects », *Harvard Business Law Review*, vol. 2, 2012, pp. 165 et s.

33. S. CHOI / M. GULATI / E. A. POSNER, *op. cit.* note 19, pp. 139 et 156-157.

par le terme *holdouts* (ou l'expression *holdout creditors*)³⁴ dans le jargon juridique et financier, ne sont d'ailleurs pas seulement ceux ayant acquis leurs titres sur le marché primaire. Certains fonds d'investissement – aussi dénommés « fonds vautours »³⁵ – se sont spécialisés dans ces stratégies de *holdout* en rachetant à vil prix des titres de dette souveraine émis par des États ayant fait défaut ou à la solvabilité douteuse, en espérant, après de longues et coûteuses procédures qu'ils ont les moyens de financer, d'obtenir le paiement total de leur créance. De telles actions se sont par exemple multipliées dans le contexte de la crise argentine³⁶. Ces stratégies contentieuses mettent en péril les processus de restructuration qui sont susceptibles de prospérer, tant du point de vue de l'État débiteur qui ne souhaite pas affronter un harcèlement procédural devant des juridictions étrangères, que de celui des créanciers privés qui désirent s'assurer que des porteurs de titres ne participant à la restructuration ne vont pas bénéficier d'un traitement plus favorable en obtenant un remboursement complet alors qu'ils ont dans la plupart des cas accepté une décote de leur créance (aussi désignée *haircut*).

2. Des juridictions nationales hermétiques à l'idée d'un « ordre public de la dette souveraine »

C'est dans ce contexte que s'est posée devant les juridictions la question de savoir si le juge avait la possibilité de réguler les effets perturbateurs de ces stratégies de *holdout* en identifiant certains impératifs d'ordre public devant le conduire à ne pas donner effet à tout ou partie du contrat d'emprunt. Cette question a notamment surgi de façon extrêmement claire dans l'affaire *NML c. Argentine* devant les juridictions américaines, notamment dans le sillage de la décision rendue le 26 octobre 2012 par la *Court of Appeals for the Second Circuit*³⁷ dont il convient d'exposer brièvement le contexte.

L'Argentine avait procédé en 1994 à une émission obligataire dont le contrat comprenait une clause de traitement égalitaire désignée clause « *pari passu* » stipulant que « *[t]he Securities will constitute [...] direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank pari passu without any preference among themselves. The payment obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness* »³⁸. En 2001, l'Argentine fit défaut sur sa dette en ne procédant pas aux paiements contractuellement dus pour les titres émis en 1994. Faisant face à des recours contentieux, l'Argentine entreprit de restructurer sa dette par le biais de deux offres d'échange de titres en 2005 et 2010 impliquant une décote de 75 % du nominal. Environ 91 % de l'émission obligataire de 1994 a ainsi été échangée contre les nouveaux titres pour lesquels l'Argentine a procédé au paiement des intérêts et du principal sur ces nouveaux engagements, tout en refusant d'honorer les paiements dus aux 9 % des porteurs résiduels de l'émission de 1994³⁹. Ces derniers, et au premier rang

34. S. E. GOLDMAN, « Mavericks in the Market : The Emerging Problem of Hold-Outs in Sovereign Debt Restructuring », *UCLA Journal of International Law and Foreign Affairs*, vol. 5, 2000, pp. 159 et s.

35. P. WAUTELET, « Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors : How to Find a Balance ? », in M. AUDIT (dir.), *Insolvabilité des États et dette souveraine*, Paris, LGDJ, 2011, pp. 103 et s. ; F. GIANSETTO, « Les fonds dits 'vautours' et la dette souveraine – Un nouvel enjeu de la régulation financière », *Cahiers de Droit de l'Entreprise*, novembre 2012, n° 6, pp. 50 et s.

36. J. F. HORNBECK, *Argentina's Defaulted Sovereign Debt : Dealing with the 'Holdouts'*, CRS Report for Congress, 6 février 2013, 17 p.

37. *NML Capital, Ltd. et al., v. The Republic of Argentina* (Docket No. 12 105(L)) (2d Circuit, October 26, 2012).

38. Clause reproduite dans la décision citée *supra* note 37.

39. J. F. HORNBECK, *op. cit.* note 36, pp. 3 et s.

desquels le fonds d'investissement *NML* basé aux Îles Caïmans, ont attiré l'Argentine devant les juridictions new-yorkaises compétentes selon les termes du contrat d'émission en arguant que les paiements réalisés sur les nouveaux titres violaient la clause *pari passu* prévoyant un traitement équitable des différents porteurs d'obligations dans la mesure où les nouveaux titres, en étant honorés, recevaient un traitement plus favorable que ceux n'ayant pas été échangés.

Un premier *partial summary judgment* (décision similaire à une ordonnance de référé) du 7 décembre 2011 rendu par la *US District Court for the Southern District of New York* a reconnu que l'Argentine avait violé ses obligations contractuelles⁴⁰. Cette décision et d'autres concernant des créanciers distincts ont ensuite été contestées devant la *Court of Appeals for the Second Circuit*. Les arguments de l'Argentine se sont principalement centrés sur l'interprétation de la clause *pari passu*. Elle avançait notamment qu'il s'agissait d'une clause « passe-partout » (*a boilerplate provision*⁴¹) dans les contrats obligataires qui, au-delà de la manière dont elle est rédigée, a une simple signification coutumière selon laquelle il est interdit de discriminer juridiquement entre les différentes catégories de titres émis. En ce sens, le mémoire argentin souligne que « *[t]he limited purpose of the pari passu clause in the sovereign context, as it has been universally understood for over 50 years, is to provide protection from legal subordination or other discriminatory legal ranking by preventing the creation of legal priorities by the sovereign in favor of creditors holding particular classes of debt* »⁴². Celui-ci ajoute que cette clause « *has [...] never been understood by any market participant, to require that payment to one creditor requires payment to all* »⁴³. Au-delà de ces éléments relatifs à l'interprétation textuelle de la clause, l'Argentine a également évoqué dans ses écritures les éventuelles conséquences négatives à une plus grande échelle d'une décision l'obligeant à honorer l'ensemble des créances détenues par les *holdouts*. L'Argentine indiqua en effet qu'il existait une « *public policy which favors voluntary debt restructurings and opposes the backdoor creation of unbargained-for contractual rights for holdout creditors seeking to 'leverage' their positions by disrupting such restructurings* »⁴⁴. Au-delà de l'expression *public policy* qui est ici employée, l'Argentine invoque une forme d'exception d'ordre public destinée à faire échec aux stipulations contractuelles qui s'opposent à une gestion ordonnée de la dette souveraine.

La juridiction fédérale est restée insensible aux arguments argentins et s'en est tenue à une lecture littérale de la clause, écartant les éventuelles considérations d'ordre public qui pourraient intéresser ce type de contrat. Elle le souligne d'ailleurs d'une façon très sèche dans sa décision : « *[i]n New York, a bond is a contract [...]. Thus, the parties' dispute over the meaning of the Equal Treatment Provision presents a 'simple question of contract interpretation'* »⁴⁵. Elle explique même son choix de ne pas intégrer un tel impératif dans le cadre de l'interprétation de la clause *pari passu* en soulignant que la clause a justement pour fonction de prévenir un traitement inégalitaire des créanciers en cas de défaut souverain car l'État n'est pas soumis à une procédure collective⁴⁶.

40. *NML Capital, Ltd. v. The Republic of Argentina* (08 Civ. 6978 (TPG), 09 Civ. 1707 (TPG), 09 Civ. 1708 (TPG)) (S.D.N.Y., December 7, 2011).

41. *Brief of the Defendant-Appellant – The Republic of Argentina* (Case No. 12 105(L)) (2d Circuit, March 21, 2012), p. 2.

42. *Ibid.*, p. 34.

43. *Ibid.*, p. 3.

44. *Ibid.*, pp. 4-5.

45. *NML Capital, Ltd. et al., v. The Republic of Argentina*, *op. cit.* note 37, p. 16.

46. *Ibid.*, p. 19 (« *This specific constraint on Argentina as payor makes good sense in the context of sovereign debt : when sovereigns default they do not enter bankruptcy proceedings where the legal rank of*

Si la juridiction fédérale a refusé de faire prévaloir de façon prétorienne un tel ordre public, ce qui reflète sa jurisprudence en la matière depuis le milieu des années 1980⁴⁷ et explique d'ailleurs que les créanciers obtiennent aisément un jugement contre l'État débiteur dans ce type de contentieux⁴⁸, telle n'était pas l'opinion du gouvernement des États-Unis qui a encouragé la position argentine dans les mémoires d'*amicus curiae* qu'il a déposés. Les arguments américains mettaient justement l'accent sur la reconnaissance de cette *public policy*. Dans une premier mémoire soumis en avril 2012 conjointement par le *Department of Justice*, le *Department of the Treasury* et le *Department of State*, les États-Unis recommandaient à la juridiction de ne pas donner un plein effet à la clause *pari passu* en soulignant que ce différend implique des « *issues of vital public policy and legal importance to the United States that extend beyond the particular facts of this case* »⁴⁹. À la suite de la décision d'octobre 2012, l'Argentine a déposé une demande pour la tenue d'un nouvel examen de l'affaire (*rehearing*) en la justifiant par l'existence d'une erreur sur l'interprétation de la clause *pari passu*. Cette demande a été finalement rejetée en février 2013⁵⁰ mais, dans le cadre de cette courte procédure, le *Department of the Treasury* et le *Department of State* ont une nouvelle fois déposé un mémoire d'*amicus curiae* dans lequel ils se montraient encore plus explicites en ce qui concerne ces impératifs d'ordre public⁵¹. Les États-Unis avançaient en premier lieu que l'interprétation de clause *pari passu* retenue était susceptible d'affecter la compétitivité du marché financier américain. En soulignant que « *the decision could harm U.S. interests in promoting issuers' use of New York law and preserving New York as a global financial jurisdiction* »⁵² et que « *[t]he decision could encourage issuers to issue debt in non-U.S. currencies in order to avoid the U.S. payments system, causing a detrimental effect on the systemic role of the U.S. dollar* »⁵³, le gouvernement des États-Unis faisait référence à des intérêts nationaux et il ne serait pas excessif d'avancer qu'il a cherché par ce biais à promouvoir un « ordre public interne ». La seconde série d'arguments se place non plus du point de vue américain, mais résolument international. Pour les auteurs de ce mémoire d'*amicus curiae*, l'interprétation de la clause réalisée par la juridiction fédérale inciterait les créanciers à ne pas participer à des plans de restructuration de dette souveraine et favoriserait donc les stratégies de *holdout* qui sont fréquemment déployées :

debt determines the order in which creditors will be paid. Instead, sovereigns can choose for themselves the order in which creditors will be paid. In this context, the Equal Treatment Provision prevents Argentina as payor from discriminating against the FAA Bonds in favor of other unsubordinated, foreign bonds »).

47. En particulier depuis la décision de la même *Court of Appeals for the Second Circuit* dans l'affaire dite « *Allied II* » (*Allied Bank International v. Banco Credito Agricola de Cartago*, 757 F.2d 516 (2d Cir. 1985)). Voy. notamment, J. GATHII, « The Sanctity of Sovereign Loan Contracts and its Origins in Enforcement Litigation », *George Washington International Law Review*, vol. 38, 2006, p. 254 (soulignant que « *as the sanctity of sovereign loan contracts became the reigning paradigm in sovereign debt litigation in the mid-1980s, the defenses to default and balancing considerations such as comity that once were traditionally available to sovereign debtors simultaneously withered away in subsequent litigation* »). Voy. aussi, H. ASIEDU-AKROFI, « Banks, Bonds and the American Bench : Exercising Discretion to Discourage Rogue Sovereign Bond Litigation Claims », *Cambridge Student Law Review*, 2011, pp. 42 et s.

48. F. GIANSETTO, *op. cit.* note 35, p. 51.

49. *Brief for the United States of America as Amicus Curiae in Support of Reversal* (Case No. 12 105(L)) (2d Circuit, April 4, 2012).

50. *NML Capital, Ltd. et al., v. The Republic of Argentina* (Case No. 12 105(L)) (2d Circuit, February 28, 2013).

51. *Brief for the United States of America as Amicus Curiae in Support of the Republic of Argentina's Petition for Panel Rehearing and Rehearing en Banc* (Case No. 12 105 cv(L)) (2d Circuit, December 28, 2012).

52. *Ibid.*, p. 5.

53. *Ibid.*

« *The effect [of the panel's reasoning] could extend well beyond Argentina [...]. [V]oluntary sovereign debt restructuring will become far more difficult if holdout creditors can use novel interpretations of boilerplate bond provisions to interfere with the performance of a restructuring plan accepted by most creditors, and to greatly tilt incentives away from voluntary debt exchanges and negotiated restructuring in the first place. A sovereign's potential resistance to paying nonexchanged debt is a critical tool in its efforts to negotiate broad creditor support for restructuring. This leverage will be lost if creditors believe that a holdout strategy will eventually result in substantial or full payment. If enough creditors adopt this strategy, foreign sovereign debt restructuring will become impossible »⁵⁴.*

La solution préconisée par l'exécutif, qui s'apparente en substance à la reconnaissance d'un « ordre public réellement international », n'a pas été mise en œuvre par les juridictions fédérales qui ont préféré s'en tenir à la lettre du contrat d'émission. Cela ne signifie pas pour autant qu'un ordre public de la dette souveraine permettant de faire échec à la mise en œuvre de ces clauses contractuelles ne puisse éventuellement être reconnu. En effet, s'il est délicat pour le juge de le consacrer de façon prétorienne, plusieurs initiatives législatives, certes encore isolées, indiquent qu'une telle évolution est envisageable.

B. Une reconnaissance morcelée par les législations nationales

1. Des initiatives législatives disparates

L'inexistence d'une procédure collective centralisée et l'impossibilité pour les juridictions nationales de pouvoir remettre en question, sans base textuelle, tout ou partie du contrat d'emprunt ont rendu particulièrement difficiles les tentatives de restructuration de dette souveraines en présence d'un groupe significatif de créanciers adoptant une stratégie de *holdout*. Certains de ces créanciers, et notamment ceux désignés « fonds vautours », présentent d'ailleurs la particularité de procéder à l'acquisition de titres de dette souveraine avec forte décote sur le marché secondaire dans des situations de tension et doutes sur la solvabilité des États concernés. Cette situation complexifie non seulement l'éventualité du succès d'une restructuration – laquelle peut également impliquer certains États et institutions internationales lorsque celles-ci sont également créancières – mais place également ces États sous la menace d'une multiplication de recours devant les juridictions nationales. Dans ce contexte, certains États dont les juridictions sont susceptibles d'être saisies par des créanciers privés ont développé ou tenté de développer un arsenal législatif visant à bloquer de tels recours en ne donnant pas effet aux contrats d'emprunt lorsque de tels risques se présentent⁵⁵. Ces initiatives législatives, dont peu ont abouti, pourraient donc, en substance, révéler l'émergence d'une forme « d'ordre public de la dette souveraine » qu'il est délicat de reconnaître sans texte pour les juridictions nationales.

La première tentative d'encadrement et de limitation des recours des créanciers privés est venue de France par le biais d'une proposition de loi « visant à lutter contre l'action des fonds financiers dits 'fonds vautours' ». Elle fut introduite une première fois en 2006⁵⁶, puis abandonnée et reprise en des termes identiques en 2007⁵⁷. Si

54. *Ibid.*, pp. 3-4.

55. Pour un panorama, voy. P. WAUTELET, *op. cit.* note 35, pp. 119 et s.

56. Assemblée Nationale, XII^e législature, *Proposition de loi de M. Marc Le Fur et de plusieurs de ses collègues visant à lutter contre l'action des fonds financiers dits 'fonds vautours'*, n° 3214, déposée le 28 juin 2006.

57. Assemblée Nationale, XIII^e législature, *Proposition de loi de M. Marc Le Fur visant à lutter contre l'action des fonds financiers dits 'fonds vautours'*, n° 131, déposée le 2 août 2007.

aucune suite n'a été également donnée à cette dernière proposition, elle reste particulièrement instructive tant du point de vue de l'objectif de régulation qu'elle vise que de celui du mécanisme juridique envisagé à cette fin. Rappelant l'absence d'une procédure collective pour les États et l'évolution de la structure de l'endettement souverain comprenant davantage de créanciers obligataires, l'exposé des motifs de cette proposition de loi indique clairement que « [l]es accords de réduction intervenant dans le cadre des clubs de Londres ou de Paris sont donc frappés d'inefficacité partielle par l'existence des spéculateurs refusant de s'y associer (*holdout creditors*). De la sorte, les abandons consentis par les créanciers publics ou privés profitent *de facto* aux récalcitrants »⁵⁸. L'objectif est donc autant de protéger l'intérêt des États débiteurs que des créanciers publics, en particulier celui de la France qui est également en jeu car les abandons de créances qu'elle concède dans le cadre du Club de Paris engagent les finances de l'État et donc celles des contribuables. Dès lors il s'agit « d'une mesure de morale et de cohérence dans l'aide aux pays amis, notamment en Afrique, tant il serait absurde que l'Exécutif efface d'une main nos créances pour que le pouvoir judiciaire accorde de l'autre les sommes rendues disponibles aux usuriers »⁵⁹. Le texte proposait en premier lieu que, dans le cadre d'une action visant au recouvrement d'une créance détenue sur une entité souveraine « bénéficiant, sous quelque forme que ce soit, y compris d'abandon ou de différé de paiement, d'une aide financière consentie par l'État, l'un de ses établissements publics, ou toute institution internationale à laquelle appartient la France », le juge ne devait faire droit à la demande « que dans la limite qu'il estime satisfaisante compte tenu de l'aide consentie par la collectivité publique, des efforts des autres créanciers, et des facultés du débiteur ». Dans la mesure où la plupart des contentieux au fond relatifs à la reconnaissance du manquement à l'obligation de paiement interviennent devant les juridictions new-yorkaises ou britanniques, la proposition prévoyait également qu'il ne pourrait être donné aucun effet en France à un jugement étranger dans une telle instance ni procédé à aucune voie d'exécution « lorsqu'il apparaît au vu des circonstances que l'acquisition de la créance procède d'une spéculation sur les procédures susceptibles d'être intentées contre le cédé et les tiers et non sur la valeur de marché de la créance et son évolution ». La proposition visait donc clairement à décourager la stratégie de certains investisseurs consistant à acquérir avec une décote significative des créances sur des États faisant l'objet ou susceptibles de faire l'objet d'un processus de restructuration de leurs dettes. Sur le fond comme dans ses effets, elle aurait consacré un « ordre public de la dette souveraine » (« interne » mais aussi « international » au sens du droit international privé français), lequel aurait été limité toutefois dans son champ d'application puisqu'il pouvait concerner que les États bénéficiant d'une aide financière de l'État français ou, plus indirectement, d'une instance internationale à laquelle il appartient, donc qu'il finance.

Une initiative similaire, tout autant restée lettre morte que la précédente, a été entreprise au sein du Congrès américain par le biais d'une proposition de loi, déposée une première fois en 2008⁶⁰ puis reprise en 2009⁶¹, et intitulée de façon un peu saugrenue afin d'obtenir l'acronyme désiré « *Stop Very Unscrupulous Loan Transfers from Underprivileged countries to Rich, Exploitive Funds Act* » (ou « *Stop VULTURE Funds Act* »). Ce texte reposait sur une notion de « *Sovereign Debt Profiteering* » qui était définie comme « *any act by a vulture creditor seeking, directly or indirectly, the payment of part or all of defaulted sovereign debt of a qualified poor country, in an amount that exceeds the total amount paid by the vulture creditor to*

58. *Ibid.*

59. *Ibid.*

60. H.R. 6796 (110th) (August 1, 2008), [<http://www.govtrack.us>].

61. H.R. 2932 (111th) (June 18, 2009), [<http://www.govtrack.us>].

acquire the interest of the vulture creditor in the defaulted sovereign debt (...), plus 6 percent simple interest per year (...) »⁶². À l'instar de la proposition française, la réforme envisagée visait à faire échec à toute action contentieuse devant les juridictions américaines se rapportant directement ou indirectement à une démarche de « *Sovereign Debt Profiteering* »⁶³. Elle comprenait toutefois en supplément une dimension pénale puisque le texte indiquait qu'une telle démarche constituait une infraction punie d'une amende d'un montant égal à celui du recouvrement revendiqué par le créancier⁶⁴. Le champ d'application de ce projet de législation était également limité dans la mesure où cette dernière n'aurait eu vocation à s'appliquer qu'aux seules dettes d'un « *Qualified Poor Country* », cette qualité étant déterminée à la suite de l'inscription sur une liste tenue par le *Secretary of Treasury*⁶⁵. Similairement à ce qui était prévu par la législation française, l'objectif initial était de ne pas rendre vains les efforts financiers consentis par les institutions financières internationales et les États dans le cadre de plans de restructuration, notamment ceux réalisés dans le cadre de l'initiative sur la dette des « pays pauvres très endettés » (initiative dite « PPTE ») initiée par le FMI et la Banque mondiale en 1996⁶⁶. L'exposé des motifs rappelait d'ailleurs plus généralement que « *[at] the same time that the international community has been extending debt relief to the poor countries of the world, a new form of business has emerged for the purpose of speculating in and profiteering from defaulted sovereign debt at the expense of both the impoverished citizens of the poor nations and the taxpayers of the world who have participated in international debt relief* »⁶⁷.

Si les initiatives française et américaine n'en sont restées qu'au stade de la proposition, le projet britannique a quant à lui été finalement concrétisé. Une première proposition de loi, intitulée « *Developing Country Debt (Restriction of Revcovery) Bill* », a été déposée en 2009⁶⁸ dans le sillage du contentieux *Donegal v. Zambia*⁶⁹. Dans cette affaire qui a bénéficié d'une grande publicité, les juridictions britanniques ont accordé à un fonds d'investissement une somme représentant près de cinq fois le montant déboursé pour l'acquisition d'une créance sur la Zambie détenue par la Roumanie, sans toutefois donner pleinement satisfaction à la demande de l'investisseur qui en réclamait plus de quinze fois le montant⁷⁰. Ce premier projet a été rapidement abandonné mais repris en substance dès 2010 par le « *Debt Relief (Developing Countries) Act* »⁷¹ adopté pour une période initiale d'une année⁷² compte tenu de l'absence de la réalisation d'une étude d'impact au moment de l'adoption de cette nouvelle législation. Ce n'est donc qu'en 2011 que fut prise la décision de lui donner un effet permanent⁷³. L'objectif de cette législation

62. *Stop Vulture Funds Act* (op. cit. note 61), Section 3.4.

63. *Stop Vulture Funds Act* (op. cit. note 61), Section 5 (« *Prohibition on Use of Courts of the United States to Further Sovereign Debt Profiteering* »).

64. *Stop Vulture Funds Act* (op. cit. note 61), Section 4 (« *Prohibitions on Sovereign Debt Profiteering – Penalties* »).

65. *Stop Vulture Funds Act* (op. cit. note 61), Section 6 (« *Duties of the Department of the Treasury* »).

66. Il est notamment rappelé dans l'exposé des motifs de la proposition de loi (Section 2.5) que « *[a] number of countries, including the United States, have canceled 100 percent of the bilateral loans made by such countries to countries that are eligible for debt relief under the Enhanced HIPC Initiative, and other major donor nations have canceled a large percentage of such loans* ».

67. *Stop Vulture Funds Act* (op. cit. note 61), Section 2.6.

68. *Developing Country Debt (Restriction of Revcovery) Bill*, House of Commons, 6 mai 2009, [www.publications.parliament.uk].

69. Sur cette affaire, voy. T. LARYEA, « *Donegal v. Zambia and the Persistent Debt Problems of Low-Income Countries* », *Law & Contemporary Problems*, vol. 73, 2010, pp. 193 et s.

70. *Donegal International Ltd v. Zambia* [2007] EWHC 197 (Comm), [2007] 1 Lloyd's Rep. 397.

71. *Debt Relief (Developing Countries) Act 2010*, 8 avril 2011.

72. *Ibid.*, Section 9 (*Duration of Act*).

73. *Debt Relief (Developing Countries) Act 2010 (Permanent Effect) Order 2011*, n° 1336, 25 mai 2011.

est également de limiter le montant de la créance susceptible d'être recouvrée devant les juridictions britanniques. Les dettes pouvant bénéficier de cette protection (« *Qualifying Debt* ») sont cependant limitées à celles des États prenant part ou éligibles à l'initiative « pays pauvres très endettés » (PPTE) du FMI et de la Banque mondiale⁷⁴.

2. Une disparité entravant une reconnaissance internationale d'un « ordre public de la dette souveraine »

La limitation opérée par la législation britannique restreint sensiblement le champ d'application de cette dernière car, si elle permet d'intégrer la dette de la Zambie qui a déjà bénéficié d'une telle initiative⁷⁵, elle exclut l'Argentine qui n'y est pas éligible⁷⁶. L'ambition de cette législation est donc d'offrir un bouclier juridictionnel aux États bénéficiant d'une assistance financière de la part d'institutions internationales impliquant un concours financier direct ou indirect du Royaume-Uni. Au-delà des intérêts propres du Royaume-Uni, le recours au référentiel de l'initiative PPTE peut également être perçu comme une volonté d'assurer une proportionnalité de la législation en s'assurant que les limites au droit de propriété impliquées par cette mesure sont justifiées compte tenu de la situation financière extrêmement dégradée de l'État débiteur. Les États éligibles à l'initiative PPTE sont en effet ceux faisant face à « *an unsustainable debt burden that cannot be addressed through traditional debt relief mechanisms* »⁷⁷, celui-ci étant donc évalué de façon centralisé au sein du FMI et de la Banque mondiale. Le référentiel PPTE garantit ainsi un certain degré d'objectivité dans la mise en œuvre de cette législation alors que, par exemple, le projet français aurait pu profiter à tout débiteur bénéficiant d'une aide financière de la France, ce qui ne garantirait pas nécessairement au créancier que la situation financière de l'État débiteur l'empêche d'envisager favorablement une restructuration de sa dette.

Un bref panorama de ces quelques initiatives législatives nationales dénotent que l'émergence d'un « ordre public de la dette souveraine » est concevable si elles venaient à être plus largement concrétisées dans les droits nationaux⁷⁸. Cependant, même dans cette perspective, il resterait quelques incertitudes en ce qui concerne le contenu d'un tel ordre public dans le sens où il faudrait par exemple déterminer s'il s'applique à l'ensemble des dettes souveraines ou seulement à celles faisant l'objet d'une initiative PPTE. En l'état, ces expériences nationales indiquent que ces mécanismes ont – ou auraient – pour objectif de protéger les intérêts financiers des États créanciers ou des organisations internationales qu'ils financent, et n'ont pas l'ambition d'assurer la mise en place d'un mécanisme global affectant tous les créanciers mettant en œuvre une stratégie de *holdout*. Il serait donc inopportun de donner à cet ordre public, encore à l'état de chrysalide, une dimension réellement internationale.

74. Debt Relief (Developing Countries) Act 2010, 8 avril 2011, Section 1 (*Meaning of 'Qualifying Debt' etc.*).

75. CLUB DE PARIS, *Le Club de Paris réduit la dette de la Zambie au titre de l'initiative PPTE renforcée*, 11 mai 2005.

76. La liste des États éligibles à l'initiative PPTE peut être consultée sur le site du FMI : [<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/hipc.htm>].

77. *Ibid.* Voy. aussi, FMI, *Selected Decisions and Selected Documents of the International Monetary Fund*, Washington D.C., I.M.F., 2009, p. 217 (« *Directors agreed that the objective of the enhanced HIPC Initiative is to achieve a lasting exit from unsustainable debt [...]* ») (*The Acting Chair's Summing Up – HIPC Initiative [...]*, Executive Board Meeting 02/40, 9 avril 2002).

78. On peut également mentionner la législation belge de 2008 (voy. P. WAULETEL, *op. cit.* note 55, pp. 124 et s.). Celle-ci est cependant d'un intérêt pratique plus limité dans la mesure où la Belgique « n'est pas le terrain de prédilection des fonds vautours » (F. GIANSETTO, *op. cit.* note 35, p. 56).

Celle-ci pourrait se manifester si les institutions internationales venaient à développer une doctrine précise en la matière. Un bref aperçu des débats au sein de l'ONU⁷⁹ ou du Conseil de l'Europe⁸⁰ indique toutefois que si des préoccupations ont été exprimées, elles ne sont restées jusqu'à présent qu'au seul stade des discussions. La seule déclaration susceptible d'avoir une portée juridique est celle des membres du Club de Paris qui ont pris collectivement « [l']engagement à ne pas vendre leurs créances sur des pays PPTE à d'autres créanciers qui n'envisageraient pas de mettre en œuvre les allègements de dette de l'initiative PPTE »⁸¹. Elle a donc une portée limitée puisqu'elle vise à restreindre l'acquisition de dette souveraine par des fonds à des fins spéculatives et non pas à permettre de bloquer les actions contentieuses initiées par d'autres créanciers devant les juridictions nationales.

Au-delà des pistes qu'ouvrent ces initiatives législatives nationales et ces discussions au sein d'instances internationales, il est sans doute trop ambitieux de se reposer sur celles-ci afin d'asseoir l'émergence à court ou moyen terme d'un « ordre public » qui s'imposerait au contrat d'emprunt. L'idée d'un tel ordre public n'est cependant pas à écarter, mais il convient de s'extraire de la préconception selon laquelle il ne se manifesterait qu'extérieurement au contrat. Il ressort en effet de l'évolution des politiques et de la pratique relatives à l'endettement souverain que l'une des perspectives les plus prometteuses consiste à favoriser l'insertion de cette exigence de gestion ordonnée des problèmes de dette souveraine au sein du contrat d'emprunt. « L'ordre public » serait dès lors intégré au contrat et véhiculé par celui-ci.

II. – L'HYPOTHÈSE D'UN « ORDRE PUBLIC DE LA DETTE SOUVERAINE » INTÉGRÉ AU CONTRAT D'EMPRUNT

C'est un truisme de rappeler l'inexistence d'une procédure internationale centralisée destinée à administrer les problèmes de solvabilité des États. Quelques initiatives avaient pourtant été lancées comme en 1939 où la Société des Nations proposait la création d'un Tribunal international des emprunts (*International Loans Tribunal*)⁸² ou, plus récemment, le FMI qui préconisait l'instauration d'un Mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS)⁸³. L'absence d'une

79. En l'occurrence, la position exprimée par un expert nommé par le Conseil des droits de l'homme de l'ONU : *Un expert de l'ONU exhorte les gouvernements à combattre l'emprise des « fonds vautours »*, Centre d'actualités de l'ONU, 13 décembre 2012. Plus généralement, voy. CONSEIL DES DROITS DE L'HOMME, *Rapport de l'expert indépendant chargé d'examiner les effets de la dette extérieure et des obligations financières internationales connexes des États sur le plein exercice de tous les droits de l'homme, en particulier des droits économiques, sociaux et culturels*, M. Cephas Lumina, A/HRC/14/21, 29 avril 2010.

80. ASSEMBLÉE PARLEMENTAIRE DU CONSEIL DE L'EUROPE, *La protection de l'aide financière des États membres du Conseil de l'Europe aux pays pauvres contre les fonds financiers dits 'fonds vautours'*, Doc. 11862, 21 avril 2009.

81. CLUB DE PARIS, *Communiqué de presse du Club de Paris sur les risques que font porter certains créanciers procéduriers aux pays pauvres très endettés*, 22 mai 2007.

82. M. WAIBEL, *Sovereign Defaults Before International Courts and Tribunals*, Cambridge/New York, Cambridge University Press, 2011, pp. 324 et s.

83. A. O. KRUEGER, *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington DC, International Monetary Fund, 2002, 40 p. L'inspiratrice de ce projet, l'économiste du FMI Anne Krueger, est d'ailleurs intervenue début 2013 dans le litige *NML c. Argentine* en déposant auprès de la juridiction fédérale américaine un mémoire d'*amicus curiae* allant dans le même sens que celui du gouvernement des États-Unis et s'efforçant de pointer les effets potentiellement négatifs d'une décision imposant à l'Argentine de rembourser intégralement les *holdout creditors*. Elle y relève à ce propos que « [i]f sovereigns were required [...] to repay holdout creditors [...], there would be several negative effects. These would include: (1) the increased reluctance of creditors to share in any restructuring and hence an increase in the likelihood and number of holdouts; (2) higher interest costs for all sovereign borrowers; (3) a reduction in capital inflows even for countries with sound macroeconomic policies; (4) increased delays by sovereigns before accepting

procédure centralisée s'imposant aux États et créanciers a favorisé l'émergence de mécanismes de restructuration et d'assistance financière non contraignants puisque se fondant sur une logique de participation volontaire des différents acteurs, mais également plus décentralisés puisque faisant intervenir et interagir de façon quasi informelle diverses instances regroupant les diverses parties prenantes en fonction de leurs intérêts respectifs. Parmi ces grandes catégories de parties prenantes, il est important de mentionner les institutions financières internationales créancières ou disposées à apporter leur assistance financière (FMI, Banque mondiale, etc.), les créanciers publics (Club de Paris) et les créanciers institutionnels privés (Club de Londres).

Le développement de l'emprunt souverain obligataire a conduit à un accroissement du nombre de créanciers privés qui ne se trouvaient pas représentés au sein de ces différentes instances et qui, compte tenu de leur éclatement, ne pouvaient se coordonner efficacement. Cette situation n'a pas favorisé le développement de stratégies coopératives, d'une part, entre ces créanciers et, d'autre part, entre ces créanciers et les autres parties prenantes. Cela contrastait avec les créanciers publics et les créanciers institutionnels privés qui, compte tenu de leur faible nombre, sont liés par des liens d'interdépendance ou par une solidarité objective. Tel que dans l'affaire *NML c. Argentine*, ce manque d'organisation a permis au contraire le développement de stratégies de *holdout* susceptible de perturber le processus de restructuration. Face à cet impératif de régulation, le besoin s'est donc fait sentir d'assurer une meilleure cohésion entre ces créanciers obligataires. Parmi les différents mécanismes qui ont été employés afin de répondre à cet impératif, celui des « clauses d'action collective » (CAC) fondé sur une logique contractuelle mérite une attention particulière et il convient donc d'examiner pourquoi et comment la pratique des CAC s'est développée (A.). Il est également utile d'étudier, dans le sillage de la crise de la zone euro, notamment le cas grec, l'intégration des CAC au sein du nouveau Mécanisme européen de stabilité (MES) (B.).

A. Les clauses d'action collective (CACs), véhicules d'un « ordre public de facto de la dette souveraine »

1. Les fonctions régulatrices des clauses d'action collective

L'expression « clause d'action collective » désigne divers types de stipulations contractuelles insérées dans les contrats obligataires⁸⁴, et principalement : une clause mettant en place un mécanisme permettant d'administrer une représentation collective des porteurs de titres (*collective representation clause*), une clause permettant à une majorité qualifiée des porteurs de modifier certaines stipulations du contrat (*majority action clause* ou *qualified majority voting clause*), une clause assurant que tout paiement réalisé par le débiteur à l'un ou plusieurs des porteurs sera réparti entre tous les porteurs au prorata de leurs droits (*sharing clause*) ou une clause interdisant aux porteurs de solliciter le paiement de l'ensemble du principal à la suite d'un défaut, à moins qu'un certain pourcentage des porteurs (en général 25 %) n'approuve cette initiative (*non-acceleration clause*)⁸⁵. Parmi ces

the need for restructuring [...]; and (5) issues for the International Monetary Fund in supporting countries where policy reform could lead to a return to debt sustainability and voluntary debt-servicing if debt were restructured » (Brief for Amicus Curiae Professor Anne Krueger in Support of the Republic of Argentina and Reversal (Case No. 12 105 cv(L)) (2d Circuit, January 4, 2013)).

84. S. CHOI / M. GULATI / E. A. POSNER, *op. cit.* note 19, pp. 140 et s.

85. R. OLIVARES-CAMINAL *et al.*, *Debt Restructuring*, Oxford/New York, New York University Press, 2011, p. 434 ; L. DIXON / D. WALL, « Collective Action Problems and Collective Action Clauses », *Financial*

différents types de CAC, la seconde mentionnée (*majority action clauses*) peut être particulièrement utile dans le contexte d'un processus de restructuration de dette souveraine⁸⁶. En effet, par le biais d'une telle clause, certaines des stipulations essentielles du contrat d'émission (taux d'intérêt, montant du principal, maturité de l'emprunt, etc.) peuvent être amendées sur décision d'une majorité qualifiée des porteurs (en général 75 %)⁸⁷, ces modifications étant applicables à l'ensemble des porteurs, permettant ainsi de neutraliser une minorité de créanciers récalcitrants et déployant des stratégies de *holdout*.

Si les CAC peuvent améliorer les processus de restructuration, ce mécanisme n'est toutefois pas sans imperfections et défauts, lesquels méritent d'être brièvement mentionnés. En premier lieu, une importante majorité des porteurs doit consentir à la modification du contrat d'émission ce qui peut conduire certains créanciers minoritaires ne désirant pas participer à un processus de restructuration de consolider leur position en acquérant de nouveaux titres obligataires afin de constituer une minorité de blocage⁸⁸. Aussi, sauf présence d'une *aggregation clause* permettant la consolidation des actions collectives, les CAC n'ont vocation à fonctionner qu'au sein d'une seule émission obligataire, ce qui implique que l'État doit solliciter un accord de restructuration de façon individuelle pour chacune des catégories d'émission. Cela s'avérera d'autant plus complexe dans la situation où le stock de dette souveraine est constitué d'obligations qui ont été émises selon des modalités contractuelles distinctes, sur des marchés relevant de différents États ou dans des monnaies distinctes⁸⁹. L'exemple de l'Argentine est de ce point de vue éloquent puisqu'elle avait procédé à plus de cent-cinquante émissions obligataires dans huit États et sept monnaies distinctes⁹⁰ ce qui, même en présence de CAC au sein de chacun de ces contrats d'émission, rend quasiment illusoire la perspective d'un accord global. Les souscripteurs sont aussi susceptibles de craindre que ce mécanisme ne favorise une forme d'aléa moral puisque l'État peut être encouragé à faire défaut afin de solliciter une restructuration de sa dette⁹¹. Ils peuvent également redouter des abus dans la mesure où des créanciers « téléguidés » par l'État débiteur pourraient acquérir des obligations afin de constituer une majorité suffisante et contrôler ainsi le processus de restructuration en permettant par exemple des décotes substantielles au profit de l'État débiteur⁹². Si ces risques ne doivent pas être ignorés, il apparaît cependant qu'ils sont largement contrebalancés par la prévisibilité et la stabilité que procure la présence de CAC au sein des contrats d'émission. Diverses études montrent d'ailleurs que l'insertion des CAC n'a pas rendu plus difficile l'accès au financement obligataire pour les États et, en particulier, n'a pas conduit à une augmentation des taux d'intérêts exigés par les investisseurs⁹³.

Stability Review, juin 2000, p. 143.

86. Bien évidemment, des clauses telles que les *non-acceleration clauses* qui permettent de geler les recours contentieux présentent également une utilité dans le cadre des processus de restructuration mais elles ne permettent pas à elles seules de prendre les décisions nécessaires à la réalisation de la restructuration.

87. R. OLIVARES-CAMINAL *et al.*, *op. cit.* note 85, p. 438 ; L. DIXON / D. WALL, *op. cit.* note 85, p. 144.

88. L. C. BUCHHEIT / G. M. GULATI, « Sovereign Bonds and the Collective Will », *Emory Law Journal*, vol. 51, 2002, p. 1344.

89. *Id.*

90. H. SCHIER, *Towards a Reorganisation System for Sovereign Debt – An International Law Perspective*, Leiden/Boston, Martinus Nijhoff, 2007, p. 30.

91. S. HASELER, « Collective Action Clauses in Sovereign Bonds », in R. W. KOLB (ed.), *Sovereign Debt : From Safety to Default*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2011, pp. 237 et s.

92. L. DIXON / D. WALL, *op. cit.* note 85, pp. 144-145.

93. M. BRADLEY / J. D. COX / M. GULATI, « The Market Reaction to Legal Shocks and Their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market », *Journal of Legal Studies*, vol. 39, 2010, p. 301 ; S. HASELER, *op. cit.* note 91, p. 240. Cependant, voy. *contra*, B. EICHENGREEN / A. MODY, « Do Collective Action Clauses

Les CAC ne peuvent efficacement contribuer à une meilleure régulation des crises de solvabilité rencontrées par les États qu'à partir du moment où une proportion significative du stock de dette obligataire est soumise à un tel mécanisme. L'enjeu consiste donc à s'assurer que la pratique contractuelle des CAC se diffuse progressivement au sein des contrats obligataires. Il n'est pas possible, du moins en théorie, de les insérer rétroactivement dans le contrat d'émission⁹⁴. De même, compte tenu de la concurrence entre les différentes places financières et de la volonté des émetteurs et investisseurs de bénéficier du cadre réglementaire le plus souple pour les opérations d'émission, il est difficilement envisageable que le droit national du lieu d'émission rende obligatoires de telles clauses. C'est dans ce cadre qu'il convient de mentionner les initiatives cherchant à inciter, de façon plus ou moins appuyée, les différents acteurs à mettre en œuvre cette pratique contractuelle.

2. La diffusion internationale des clauses d'action collective

La question du recours aux CAC s'est notamment posée en ce qui concerne la place financière newyorkaise. Jusqu'à une période récente, celle-ci n'intégrait pas cette pratique contractuelle, à l'inverse de la place londonienne où de telles clauses standardisées étaient déjà présentes dans les contrats d'obligations émises par les entreprises à la fin du XIX^e siècle⁹⁵. L'absence d'une telle pratique aux États-Unis résulte justement de la réglementation applicable aux titres émis par les entreprises. Le *Trust Indenture Act* adopté en 1939,⁹⁶ pour diverses raisons relatives au droit des procédures collectives aux États-Unis, interdisait toute réduction des paiements sur le principal ou les intérêts sans le consentement de chaque porteur affecté⁹⁷. Cette réglementation a eu pour effet de générer une standardisation des stipulations contractuelles des contrats d'émission de dette obligataire des entreprises et, alors qu'elle n'était pas applicable aux titres souverains émis sur le marché américain, ces clauses modèles ont été reproduites au sein des contrats d'émission de dette souveraine. Cette pratique a perduré jusqu'à la fin des années 1990, générant ainsi une asymétrie entre les deux principales places d'émission d'obligations souveraines : les titres émis à Londres intégrant des CAC permettant des restructurations à une majorité qualifiée, ceux émis à New York comprenant des clauses de modifications du principal ou des intérêts requérant une décision à l'unanimité des porteurs⁹⁸.

L'inflexion de la pratique de la place newyorkaise en la matière a été assez longue à se dessiner. En effet, si ce n'est qu'à partir de 2003 que l'insertion de CAC dans les contrats d'émission d'obligations souveraines aux États-Unis tend à se généraliser, les premières recommandations émises en ce sens l'ont été de façon

Raise Borrowing Costs ? », *The Economic Journal*, n° 114, 2004, pp. 247 et s. (concluant leur étude en soulignant (p. 262) que : « [w]e conjecture that more credit-worthy borrowers benefit from being able to avail themselves of an orderly restructuring process, since investors find the availability of this orderly process attractive, while for less credit-worthy borrowers the advantages of provisions facilitating an orderly restructuring are offset by the moral hazard and additional default risk associated with the presence of renegotiation-friendly loan provisions »).

94. L'expérience grecque constituant une exception notable (voy. *infra* II.B.1).

95. R. OLIVARES-CAMINAL *et al.*, *op. cit.* note 85, p. 435 ; L. C. BUCHHEIT / G. M. GULATI, *op. cit.* 88, p. 1324-1325.

96. L. C. BUCHHEIT / G. M. GULATI, *op. cit.* 88, p. 1326-1330.

97. 15 USC § 77ppp(b) (indiquant en particulier que « [...] the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest [...] shall not be impaired or affected without the consent of such holder »).

98. Pour plus de détails sur ces aspects, voy. L. C. BUCHHEIT / G. M. GULATI, *op. cit.* 88, p. 1329.

plus récurrente dans le sillage de la crise de la dette du peso mexicain de 1994⁹⁹. Lors du sommet tenu à Halifax en 1995, le G7 donna mandat au G10 d'étudier les procédures envisageables afin d'assurer une résolution « ordonnée » des crises de dette souveraine¹⁰⁰. Le rapport remis en mai 1996 par le groupe de travail constitué sous les auspices du G10, aussi désigné le « rapport Rey »¹⁰¹, recommanda justement dans cette optique l'insertion de CAC dans la mesure où de telles clauses « *promote cohesion among creditors and reduce the incentive for, or ability of, a small number of dissident creditors to disrupt, delay or prevent arrangements supporting a credible adjustment programme that are acceptable to the vast majority of the interested parties* »¹⁰². Outre les clauses de représentation collective (*collective representation clause*) et les clauses de partage proportionnel (*sharing clause*) mentionnées dans le rapport¹⁰³, celui-ci consacre un passage aux « *qualified majority voting clauses* » en indiquant qu'elles permettent justement de limiter le blocage d'une procédure de restructuration par une minorité de porteurs¹⁰⁴. Le rapport souligne d'ailleurs que la résistance au développement de telles clauses au sein de certaines places financières, à la différence du Royaume-Uni, est sans doute attribuable à « *a lack of familiarity with such clauses in their national context* »¹⁰⁵. Étant conscient du caractère peu concevable d'une généralisation des CAC par une harmonisation des réglementations nationales ou l'adoption d'un traité, le G10 préconisa finalement une implication du secteur privé pour assurer le développement et le succès de la pratique des CAC¹⁰⁶.

Les vœux formulés par le G10, qui ont d'ailleurs été réitérés en 2002 de façon plus détaillée¹⁰⁷, n'ont pas eu pour conséquence directe de faire évoluer la pratique contractuelle aux États-Unis. Ils constituaient toutefois l'une des premières incursions significatives sur ce sujet d'une instance internationale. Rétrospectivement, ce rapport du G10 a été le catalyseur d'une série d'initiatives tendant à promouvoir l'insertion des CAC au sein des contrats d'émission¹⁰⁸. Le *Treasury* américain, en particulier par l'un de ses officiels, John B. Taylor, a été particulièrement actif à partir du début des années 2000 afin de faire évoluer la pratique de la place new-yorkaise pour qu'elle intègre cette approche contractuelle¹⁰⁹. La position qui était alors exprimée a d'ailleurs été rappelée dans les mémoires d'*amicus curiae* déposés en 2012 par les États-Unis dans l'affaire *NML c. Argentine* plaidant pour une interprétation de la clause *pari passu* permettant une gestion ordonnée des restructurations de dette souveraine¹¹⁰. Le FMI s'est également saisi de cette question dans la même

99. Sur cet épisode, voy. L. RIEFFEL, *op. cit.* note 30, pp. 188 et s.

100. G7, *Halifax Summit Communiqué*, 16 juin 1995, § 20 (« *recognizing the complex legal and other issues posed in debt crisis situations by the wide variety of sources of international finance involved, we would encourage further review by G-10 Ministers and Governors of other procedures that might also usefully be considered for their orderly resolution* »).

101. Le groupe de travail ayant été présidé par Jean-Jacques Rey de la Banque nationale de Belgique.

102. G10, *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises – A Report to the Ministers and Governors Prepared Under the Auspices of the Deputies*, mai 1996, § 53, [www.bis.org].

103. *Id.*, §§ 55-56 et 60-61.

104. *Id.*, § 57 (« *[s]uch clauses could be expected to facilitate the workout process in the event of a sovereign liquidity crisis, since they limit the scope for a small minority of creditors to stall or block the process* »).

105. *Id.*, § 59.

106. *Id.*, §§ 62-65.

107. G10, *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses*, 26 septembre 2002, [www.bis.org].

108. Mentionnons également l'ouvrage suivant qui a eu une influence significative sur l'émergence de ce débat : B. EICHENGREEN / R. PORTES, *Crisis ? What Crisis ? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, London, Centre for Economic Policy Research, 1995.

109. J. B. TAYLOR, *Sovereign Debt Restructuring : A US Perspective*, Speech at the Conference « Sovereign Debt Workouts : Hopes and Hazards », Institute for International Economics, 2 avril 2002. Voy. aussi, H. SCHIER, *op. cit.* note 90, p. 26.

110. *Brief for the United States of America as Amicus Curiae in Support of Reversal*, *op. cit.* note 49, p. 5 (notant que « *[n]otwithstanding recent developments in sovereign debt contracts that promote collec-*

période¹¹¹ et, si son conseil d'administration n'a pas souhaité subordonner l'octroi de son assistance financière à l'usage des CAC, il a toutefois recommandé le développement de cette pratique contractuelle¹¹². Il convient enfin de ne pas négliger l'impact du projet plus large conduit par la directrice adjointe du FMI, l'économiste Anne Krueger, relatif à la création d'un Mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS)¹¹³. Celui-ci a fait peser la menace sur le secteur privé de la mise en place d'une procédure collective supranationale qui lui aurait échappé, faisant dès lors apparaître le mécanisme des CAC comme un moindre mal¹¹⁴. Il est d'ailleurs révélateur que ce projet a été abandonné par le FMI au printemps 2003 au moment même où le scepticisme du secteur privé à l'égard des CAC a progressivement décliné et où cette pratique contractuelle s'est généralisée sur le marché américain, notamment après l'émission réalisée par le Mexique en février 2003¹¹⁵.

La pratique des CAC s'est depuis banalisée aux États-Unis¹¹⁶ et ces clauses sont dorénavant spontanément intégrées aux contrats d'émission. S'il peut s'agir par ce biais d'envoyer des signaux positifs aux marchés, au sein desquels prévalent un mimétisme des comportements et une certaine standardisation de la documentation contractuelle, cette dimension ne doit pas pour autant éclipser l'utilité de cette clause afin d'assurer une gestion ordonnée des crises de solvabilité rencontrées par les États. En ce sens, il ne serait pas excessif d'avancer que la généralisation de la pratique des CAC traduit aussi la formation et la consolidation d'un « ordre public *de facto* de la dette souveraine ». La crise de la zone euro et l'évolution des traités européens qui s'en est suivie ont ouvert de nouvelles perspectives sur la reconnaissance d'un tel ordre public au sein de l'Union économique et monétaire, lequel serait non plus *de facto* mais *de jure*.

B. Les clauses d'action collective, révélateur d'un « ordre public de jure de la dette souveraine » à l'échelle de la zone euro

1. Le recours aux clauses d'action collective rétroactives dans le cadre de la restructuration grecque

La généralisation des CAC à New York couplée à une pratique fortement enracinée à Londres pouvaient laisser croire que le stock de dette souveraine négociée sur les marchés obligataires comprit une proportion croissante de titres prévoyant un mécanisme d'action collective, ce faisant réduisant progressivement, sans les exclure, les risques de blocage de créanciers déployant des stratégies de *holdout*.

tive action by creditors, the district court's interpretation of the pari passu provision could enable a single creditor to thwart the implementation of an internationally supported restructuring plan »).

111. FMI, *Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts - Encouraging Greater Use*, 6 juin 2002, [www.imf.org] ; FMI, *The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*, 6 juin 2002, [http://www.imf.org].

112. FMI, *IMF Board Discusses Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts*, PIN No. 02/77, 26 juillet 2002 (soulignant que « [d]irectors also did not support amending the Fund's Articles to require that members of the Fund use collective action clauses » mais que « [t]here was general agreement that any efforts to encourage the use of clauses would be most effective if supported by intensified efforts outside the Fund »).

113. Voy. *supra* note 83.

114. A. GELPERN / M. GULATI, « Public Symbol in Private Contract : A Case Study », *Washington University Law Review*, vol. 84, 2006, pP. 1642-1643 et 1649 et s.

115. H. SCHIER, *op. cit.* note 90, p. 34 ; R. OLIVARES-CAMINAL *et al.*, *op. cit.* note 85, p. 438 ; A. GELPERN / M. GULATI, *op. cit.* note 114, p. 1641 ; S. CHOI / M. GULATI / E. A. POSNER, *op. cit.* note 19, p. 162.

116. Étant entendu qu'il existe une diversité de pratiques contractuelles en ce qui concerne le contenu précis de ces clauses. Sur ces aspects, voy. J. DRAGE / C. HOVAGUIMIAN, *Collective Action Clauses (CACs) : An Analysis of Provisions Included in Recent Sovereign Bond Issues*, Bank of England, 2 novembre 2004, 27 p., [www.bankofengland.co.uk].

Cette tendance s'avère globalement vérifiée en ce qui concerne la dette des pays émergents et en développement qui ont principalement sollicité ces deux marchés pour se financer. D'ailleurs, les contentieux précédemment évoqués impliquant l'Argentine devant les juridictions américaines concernent des titres émis antérieurement à 2003 et dont le contrat d'émission ne prévoyait pas un tel mécanisme¹¹⁷. On peut dès lors *prima facie* se montrer surpris par l'intensité de la crise de la zone euro et des difficultés rencontrées afin de mettre en œuvre une restructuration de la dette grecque. Un bref examen de ces derniers événements révèle cependant que, dans le contexte grec, le développement de possibles stratégies de *holdout* n'avaient pas été pleinement anticipé et encadré dans certains des contrats d'émission d'obligations grecques. Si notre analyse se concentre exclusivement sur la question des clauses d'action collective, il convient de préciser que les problèmes survenus lors de la crise grecque ne trouvent bien évidemment pas leur unique source dans un problème de documentation contractuelle¹¹⁸.

La crise de la dette grecque a non seulement mis en lumière les lacunes de la gouvernance de la zone euro mais a également fait apparaître les insuffisances en ce qui concerne la diffusion des CAC au sein des contrats d'émission de dette souveraine. Alors que débat relatif aux CAC s'est surtout concentré sur les pratiques contractuelles au sein du marché américain et sur la dette de certains États d'Amérique latine, l'apparente résilience de la zone euro avant la crise financière avait éclipsé l'utilité d'une analyse méticuleuse des modalités juridiques de l'endettement obligataire des ses États membres. Les instances européennes et les États membres eux-mêmes ne manifestaient pas un intérêt pour cette question. En effet, si la BCE louait le développement des CAC, elle soulignait les bienfaits de cette pratique pour la gestion des crises des pays émergents¹¹⁹. De même, les États membres de l'UE se sont engagés dès 2002 à introduire des CAC dans leurs nouvelles émissions obligataires, mais ils limitaient cet engagement aux seules émissions internationales, celles réalisées sur le marché domestique n'étant pas concernées¹²⁰. L'évolution de cette pratique n'était d'ailleurs pas commandée par la volonté d'anticiper d'éventuelles crises mais davantage par celle de « donner l'exemple »¹²¹ et de prouver aux pays émergents que le recours au CAC n'avait pas pour conséquence de renchérir le coût de l'emprunt souverain¹²². Cette approche a fait apparaître un angle mort pour les États membres de la zone euro dans la mesure où ceux-ci n'avaient pas convenu d'insérer systématiquement des CAC pour les émissions libellées en euros sur leur marché national.

Les difficultés rencontrées dans le cadre de la restructuration de la dette grecque trouvent justement leur origine dans cette asymétrie des pratiques contractuelles selon que l'émission s'était réalisée sur le marché national ou un marché étranger.

117. Voy. *supra* I.A.2.

118. Pour un aperçu général, voy. M. MITSPOPOULOS / T. PELAGIDIS, *Understanding the Crisis in Greece – From Boom to Bust*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2011.

119. BCE, « La résolution des crises dans les pays émergents : Les défis pour la communauté internationale », *BCE – Bulletin Mensuel*, novembre 2003, pp. 68-69.

120. BCE, *Rapport Annuel 2003*, p. 149-150. Cet engagement qui avait été pris lors d'une réunion informelle du Conseil Ecofin à Copenhague en septembre 2002 a été réitéré lors d'un réunion du Conseil en novembre 2003 : « *Ministers reiterated their commitment to include Collective Action Clauses in all their international sovereign bond issues and stated that they would expect new Member States to follow up on this commitment* » (2537th Council meeting – *Economic and Financial Affairs*, Bruxelles, 4 novembre 2003, C/03/306, 13689/03).

121. BCE, *Rapport Annuel 2003*, p. 150 (soulignant « [qu'en 2003, des progrès importants ont été accomplis sur la voie d'une généralisation de l'inclusion des clauses d'action collective dans les émissions d'obligations souveraines de droit étranger. Dans le cadre d'un effort visant à donner l'exemple, les États membres de l'UE se sont engagés à insérer ces clauses dans leurs propres émissions »).

122. DEUTSCHE BUNDESBANK, *Annual Report 2002*, p. 103.

En effet, approximativement 90 % de la dette obligataire grecque émise entre 2003 et 2010 l'a été en euros sur le marché national en étant soumise au droit grec¹²³. Le reste l'a été soit en euros sur le marché londonien, soit, à titre très résiduel, dans diverses devises (dollars américains, yens ou francs suisses) sur d'autres marchés étrangers. Les émissions réalisées à l'étranger l'ont été dans une large mesure avec des CAC, celles réalisées sur le marché national n'avaient pas eu recours à cette technique contractuelle¹²⁴. Dans cette configuration, lorsque la restructuration de la dette grecque est devenue incontournable au début de l'année 2012, cette hypothèse s'est heurtée à un risque quasi certain d'échec. Dans la mesure où la très large majorité des titres concernés par un tel plan ne comprenaient pas de mécanisme d'action collective, il était inéluctable qu'une proposition de décote sur le principal (*haircut*) par le biais d'un échange de titres fût refusée au moins par une frange de porteurs réfractaires à cette éventualité et susceptibles, dès lors, de s'engager dans des stratégies de *holdout* qui auraient déstabilisées ce processus de restructuration¹²⁵. Afin de désamorcer cette « bombe à retardement », la Grèce opta pour une stratégie jusque là inédite en adoptant en février 2012 une législation, désignée de façon très édifiante par certains comme une « loi de nettoyage » (« *Mopping-Up Law* »)¹²⁶. Celle-ci autorisait la restructuration à une majorité qualifiée des obligations soumises au droit grec par le biais d'un échange avec de nouveaux titres soumis au droit anglais¹²⁷. Une telle démarche, qui n'était d'ailleurs envisageable que pour les seuls titres soumis au droit grec, consistait donc à réécrire les contrats d'émission initiaux en y introduisant des CAC de façon rétroactive¹²⁸.

Cette législation, en modifiant avec effet rétroactif les termes du contrat d'émission, était susceptible, entre autres, d'avoir un effet confiscatoire pour les obligataires. Il était évident – et sans doute anticipé par les autorités grecques – que des investisseurs envisageassent sérieusement de contester cette mesure en sollicitant la Cour européenne des droits de l'homme (Cour EDH) ou en initiant des procédures d'arbitrage sur le fondement de traités bilatéraux relatifs à la protection des investissements étrangers (TBI)¹²⁹. Une banque slovaque détentrice d'obligations intégrées dans cette restructuration et son actionnaire principal basé à Chypre ont ainsi introduit en mai 2013 une requête contre la Grèce auprès du CIRDI¹³⁰ mais son contenu n'a pas été rendu public. La CEDH semble également avoir été saisie en 2012 par des obligataires grecs et italiens, mais il n'existe pour l'instant pas d'informations officielles quant au contenu et au stade d'avancement de l'examen de ces requêtes¹³¹. Il est particulièrement délicat de se prononcer sur les chances de

123. U. S. DAS M. / G. PAPAIOANNOU / C. TREBESCH, *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010 : Literature Survey, Data, and Stylized Facts*, IMF Working Paper, WP/12/203, août 2012, pp. 42-44 ; L. C. BUCHHEIT / M. GULATI, « Restructuring a Nation's Debt », *International Financial Law Review*, juin 2010, p. 46.

124. L. C. BUCHHEIT / M. GULATI, *op. cit.* note 124, p. 46.

125. J. ZETTELMEYER / C. TREBESCH / M. GULATI, *op. cit.* note 2, p. 26.

126. L. C. BUCHHEIT / M. GULATI, *op. cit.* note 124, p. 49.

127. Greek Bondholder Law n° 4050/2012, 23 février 2012. Voy. aussi, HELLENIC REPUBLIC – MINISTRY OF FINANCE, Press Release, 24 février 2012.

128. J. ZETTELMEYER / C. TREBESCH / M. GULATI, *op. cit.* note 2, p. 25.

129. M. A. BOUDREAU, « Restructuring Sovereign Debt Under Local Law : Are Retrofit Collective Action Clauses Expropriatory ? », *Harvard Business Law Review Online*, vol. 2, 2012, pp. 164 et s. Voy. aussi, I. GLINAVOS, « Investors vs. Greece – The Greek 'Haircut' and Investor Arbitration under BIT's », [<http://papers.ssrn.com>] (la version finale de cette étude sera publiée fin 2013 dans l'ouvrage du même auteur : *Redefining the Market-State Relationship – Responses to the Financial Crisis and the Future of Regulation*, Routledge).

130. L'affaire a été enregistrée sous la référence suivante : *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8. Voy., « Slovak Bank Files Suit Against Greece Over Forced Bond Swap », *Czech News Agency*, 7 mai 2013.

131. Un site internet (<http://greekbond-legalactions.eu>) créé par des juristes à l'initiative de cette procédure mentionne la référence (n° 26055/12) de la requête qui aurait été introduite par des obligataires grecs et italiens. Les informations officielles que nous avons obtenues indiquent que la requête n'a pas

succès d'une telle requête dans la mesure où les violations alléguées apparaissent ne pas se limiter à la seule question de l'atteinte au droit de propriété (protocole n° 1, article 1). En effet, il est, entre autres, également allégué une violation de l'article 14 de la convention pour traitement discriminatoire selon la nationalité des obligataires¹³².

Si la prudence est donc nécessaire en ce qui concerne l'issue de ce contentieux, il est toutefois concevable que la Cour de Strasbourg prête une attention particulière aux arguments de la Grèce, que la Cour de Strasbourg prête une attention particulière aux arguments de la Grèce, non seulement car la législation grecque a seulement permis la restructuration et n'en est pas constitutive¹³³ mais aussi compte tenu du contexte économique exceptionnel dans lequel cette décision avait été prise. Il est utile en ce sens de se référer à l'argumentation de la Cour EDH dans une récente décision d'irrecevabilité rendue en juillet 2012 dans l'affaire *Dennis Grainger et autres c. Royaume-Uni*¹³⁴ où les requérants, actionnaires de la banque Northern Rock, sollicitaient une compensation à la suite des mesures adoptées par le Royaume-Uni permettant la nationalisation de cette institution. La Cour a eu l'occasion de reconnaître dans cette affaire une large marge d'appréciation au profit du gouvernement britannique en ce qui concerne les mesures adoptées dans un contexte de crise financière, et ce, en des termes qui apparaissent particulièrement pertinents à l'aune du cas grec. La Cour a souligné en effet que « *the Government should be afforded a wide margin of appreciation in this case, since the impugned action arose in the context of macro-economic policy* »¹³⁵ et a reconnu « *that given the exceptional circumstances prevailing in the financial sector, both domestically and internationally, at the relevant time, a wide margin of appreciation is appropriate* »¹³⁶. Elle a conclu sur ce point en indiquant que « *the Court must respect the decisions of the national authorities unless it finds them to be 'manifestly without reasonable foundation'* »¹³⁷.

Si la Cour devait adopter une démarche similaire dans le cas grec, celle-ci pourrait à valider au regard de la convention l'insertion rétroactive de CAC au sein du contrat d'émission. Cela constituerait en substance une reconnaissance d'un ordre public garantissant une gestion ordonnée de la dette souveraine, susceptible d'affecter les stipulations des contrats en cours. Deux des dimensions de l'ordre public déjà évoquées, administrative et contractuelle, seraient donc ici consacrées.

2. L'intégration des clauses d'action collective au sein du traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES)

Dans l'hypothèse où la Cour de Strasbourg délivrerait un brevet de conventionalité à la législation grecque de février 2012, il ne faudrait toutefois pas en déduire que cette initiative ponctuelle puisse être renouvelée dès lors qu'une restructuration de la dette d'un des États membres de la zone euro serait nécessaire. Les difficultés

encore été transmise au gouvernement grec. L'affaire semble donc toujours au premier stade de la procédure et il n'est pas encore sûr qu'elle passe le premier filtre de la recevabilité.

132. *Ibid.* (arguant d'une violation de l'article 14 de la convention « *because the swap of Greek Government bonds resulting into the deprivation of property complained of has been carried out in a discriminatory manner, namely applying different conditions based on the nationality of the bondholders or treating similarly situations which were significantly different* »).

133. Sur ces aspects, voy. P. WAUTELET, « The Greek Debt Restructuring and Property Rights A Greek Tragedy for Investors ? », in *Mélanges Marc Bossuyt*, Intersentia, (à paraître, décembre 2013).

134. Cour EDH, 10 juillet 2012, Requête n° 34940/10, *Dennis Grainger and others against the United Kingdom* (cette décision n'existe qu'en langue anglaise).

135. *Ibid.*, § 39.

136. *Ibid.*

137. *Ibid.*

seraient d'ailleurs moins juridiques qu'économiques puisqu'un tel « bricolage » législatif est avant tout de nature à envoyer des signaux négatifs aux marchés et à affecter la crédibilité de la zone euro. Cette opération de restructuration comprenait d'ailleurs un programme d'échange proposant de nouveaux titres soumis au droit anglais à la place des anciens soumis au droit grec, précisément afin de neutraliser l'aléa législatif susceptible d'affecter le cadre contractuel de l'emprunt¹³⁸ et rassurer ainsi les investisseurs.

Pour éviter de nouvelles opérations improvisées aux effets incertains et garantir une meilleure prévisibilité d'éventuels futurs plans de restructuration, un dispositif européen plus pérenne de gestion des crises financières a été institué par le biais du nouveau traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (traité MES) adopté le 2 février 2012, lequel vient remplacer le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF). Le Conseil européen des 24 et 25 mars 2011 soulignait en amont de l'élaboration du traité MES son souhait d'y enraciner le recours aux CAC « conformes à la pratique courante sur les marchés des États-Unis et du Royaume-Uni depuis le rapport que le G10 a consacré à ce sujet ». Selon le Conseil européen, cela suppose d'ailleurs « le recours à des dispositions identiques et normalisées pour tous les États membres de la zone euro, libellées de manière harmonisée dans les modalités et conditions des obligations émises par les États membres, sur une base conforme aux CAC courantes dans le droit de l'État de New York et en droit anglais »¹³⁹.

Sans évoquer ici en détail ce nouveau traité¹⁴⁰, celui-ci rend contraignant le recours aux CAC pour les États membres de la zone euro, et ce, afin de corriger les lacunes identifiées dans le cas grec où les obligations soumises au droit national étaient dépourvues de mécanisme d'action collective. En ce sens, le traité MES prévoit que « [d]es clauses d'action collective figureront, à compter du 1^{er} janvier 2013, dans tous les nouveaux titres d'État d'une maturité supérieure à un an qui seront émis dans la zone euro, de manière à leur assurer un effet juridique identique »¹⁴¹. Cette exigence constitue d'ailleurs un changement pour certains États considérés comme solides au sein de la zone euro (Allemagne, France, Luxembourg, Pays-Bas) car leurs contrats d'émission ne comportaient jusqu'alors pas de telles clauses et leur contenu se limitait généralement aux seules informations relatives aux termes financiers de l'emprunt (nominal, taux d'intérêt et maturité)¹⁴². Cette nouvelle obligation, d'ailleurs transposée en droit français par le biais de la loi de finances pour 2013¹⁴³, vient encadrer et limiter plus strictement la liberté contractuelle des États émetteurs. Dans la mesure où elle est non dérogoratoire, elle concrétise l'existence d'un « ordre public de la dette souveraine » en ce qui concerne les contrats d'émission des États membres de la zone euro.

138. J. ZETTELMEYER / C. TREBESCH / M. GULATI, *op. cit.* note 2, p. 25 (« *Greek law bondholders who had just experienced the power of the local legislature to change contract provisions retroactively [...] would find some comfort in the fact that in the event of a new restructuring English law bonds would preclude a change of their contractual rights through the channel of legislative fiat* »). Voy. aussi, S. CHOI / M. GULATI / E. A. POSNER, *op. cit.* note 19, pp. 139-140.

139. Conclusions du Conseil européen des 24 et 25 mars 2011, EUCO 10/1/11 REV 1, Annexe II (Modalités de fonctionnement du MES), [http://www.consilium.europa.eu].

140. F. ALLEMAND / F. MARTUCCI, *op. cit.* note 14, pp. 407 et s.

141. Traité MES, Article 12.3.

142. S. CHOI / M. GULATI / E. A. POSNER, *op. cit.* note 19, pp. 133 et 153.

143. Voy. l'article 59.I de la loi n° 2012-1509 du 29 décembre 2012 de finances pour 2013, *JORF*, 30 décembre 2012, n° 0304, p. 20859 (« Les titres d'État, d'une maturité supérieure à un an, ainsi que les titres issus de leur démembrement, comportent des clauses d'action collective autorisant l'État, s'il dispose de l'accord de la majorité des détenteurs de titres, à modifier les termes du contrat d'émission »). Voy. aussi le décret n° 2012-1517 du 29 décembre 2012 relatif aux clauses d'action collective applicables aux titres d'État.

*
* *

La décision de rendre obligatoire le recours aux CAC pour les États membres de la zone euro a été prise dans le contexte très spécifique d'un ordre juridique d'intégration à la recherche d'une gouvernance économique, monétaire et financière plus évoluée. Il est par conséquent délicat d'avancer qu'une obligation de droit international similaire puisse être souscrite par des États dans un cadre multilatéral plus large. Cette interrogation sur la « juridicisation » du recours aux CAC n'a aussi qu'un intérêt limité tant ces clauses se sont enracinées dans la pratique des marchés, la puissance de la standardisation contractuelle reflétant dans une certaine mesure un ordre public *de facto*. L'originalité du mécanisme réside d'ailleurs avant tout dans le choix de faire du contrat à la fois le vecteur et le rouage de cette quête encore imparfaite de régulation des problèmes de solvabilité des États.

De façon plus prospective, il est toutefois envisageable que l'intensification et la reconnaissance de cette pratique puissent cristalliser l'émergence d'une règle de droit international coutumier voire d'un « ordre public transnational ». Une telle éventualité pourrait, à l'avenir, faire évoluer la position des juridictions nationales ou internationales afin de faire échec aux stratégies de *holdout* lorsque qu'elles sont saisies de contentieux où le contrat d'émission ne prévoyait pas de mécanisme d'action collective. Les contentieux de la restructuration de la dette grecque récemment initiés devant la Cour EDH ou le tribunal arbitral constitué sous les auspices du CIRDI donneront peut-être l'occasion d'aborder cette question.