

## Régulation des restructurations des dettes souveraines : le cas de l'Argentine et des « fonds vautours »

### Analyse des solutions proposées par l'ICMA et le G77 + Chine

*Nicolas Falomir Lockhart\**

Septembre 2015

Le marché des dettes souveraines est l'un des rares secteurs du droit économique qui sont autorégulés. Cette situation favorise les acteurs les plus puissants, notamment les créanciers bancaires et les investisseurs corporatifs. Depuis juillet 2014, une sentence judiciaire en faveur des créanciers de l'Argentine a mis en évidence les effets pervers de l'architecture juridico-financière et du manque de régulation internationale des restructurations des dettes souveraines. Dans cette *Note de Recherche* nous analysons les deux solutions proposées pour résoudre ce problème: celle de l'ICMA (*International Capital Market Association*), et celle du G-77 + Chine, qui sera à l'ordre du jour le 10 septembre prochain à l'Assemblée générale des Nations Unies.

*Résumé : Depuis juillet 2014, le cas problématique de l'Argentine a mis en évidence l'absence d'une régulation claire concernant la restructuration des dettes souveraines. L'ordre d'un juge aux États-Unis a empêché le transfert des fonds en faveur des 92% des créanciers ayant accepté la renégociation de la dette de l'Argentine. Cet ordre répond aux demandes des « fonds vautours », petits - mais puissants - groupes d'investisseurs qui refusent les termes de la restructuration. Plus récemment, un juge anglais s'est prononcé en faveur du transfert de fonds aux créanciers de bons émis sous les lois européennes (Eurobonds). Deux positions ont été proposées pour combler ce vide juridique : l'une, de type contractuel, soutenue par l'ICMA (*International Capital Market Association*), et l'autre, plus statutaire, consistant en une convention internationale parrainée par le G-77 + Chine. Dans cette note de recherche, nous examinerons les implications du problème de ce vide juridique, ainsi que les solutions proposées par l'ICMA et le G-77 + Chine.*

---

\* Candidat au Doctorat en Études Internationales à l'Université Laval. L'auteur tient à remercier le Fond de recherche du Québec – Société et Culture (FQRSC) pour son soutien financier. Il remercie également le Professeur Richard Ouellet pour ses précieux commentaires.

## Table des matières

I- Introduction .....	3
II- Le cas paradigmatique de l'Argentine. Sa situation depuis 2014.....	5
III- Les arguments juridiques .....	8
IV- Implications du jugement : le « <i>selective default</i> » et l'impossibilité de restructurer des dettes .....	9
V- Les solutions proposées .....	11
V. a- Amélioration contractuelle promue par l'ICMA .....	11
V. b- Un traité régulant les restructurations : la proposition du G-77 + Chine.....	13
VI- Conclusion .....	16
VII- Bibliographie .....	17

## I- Introduction

Le marché des dettes souveraines est l'un des rares secteurs du droit économique qui sont autorégulés. Cette situation favorise les acteurs les plus puissants, notamment les créanciers bancaires et les investisseurs corporatifs capables d'agir rapidement lorsque les perspectives financières changent, de façon à sauvegarder leurs investissements. Par contre, le sort des créanciers moins puissants, ainsi que celui des pays débiteurs, est bien différent. Ceci est particulièrement vrai en situation d'insolvabilité du pays, où l'absence de normes (générales) encourage des comportements prédateurs de la part des grands créanciers.

L'insolvabilité ne reçoit pas le même traitement selon qu'elle concerne l'État ou une entreprise. Dans le cas typique d'une faillite, l'entreprise qui ne peut affronter ses dettes fait appel au processus judiciaire de banqueroute, ce qui protège son patrimoine ainsi que les intérêts de ses créanciers. Le juge responsable doit : soit liquider les actifs restants et partager les sommes entre les différents créanciers selon leur ancienneté et leurs privilèges, soit assainir l'économie de l'entreprise en réduisant ses dettes - toujours en fonction de l'ancienneté et des privilèges des créanciers de façon à la rendre viable à nouveau (Jackson, 2001)<sup>1</sup>. Dans les deux circonstances, les créanciers ont un intérêt commun pour que le juge effectue le

processus de façon ordonnée et complète. Autrement, certains créanciers pourraient recevoir des paiements au-delà de leurs droits et au détriment des autres créanciers et du débiteur. En d'autres termes, le juge agit de façon indépendante et selon le principe d'équité. Malheureusement, les principes, critères, procédures selon lesquels on règle les cas d'insolvabilité d'une entreprise ne sont que de peu d'utilité dans les cas d'insolvabilité d'un État souverain (Kargmann, 2005).

Lorsqu'un État fait « faillite », il n'y a pas de loi qui régule le processus, ni de juge ou tribunal qui puisse agir pour protéger les créanciers et le pays débiteur. Il n'y a pas non plus de cour (d'un pays tiers) capable d'exiger à l'État débiteur d'honorer ses emprunts (à moins que le pays possède des actifs à l'étranger)<sup>2</sup>. Le processus est plutôt géré de façon informelle entre le débiteur et ses créanciers, privés ou institutionnels. L'expérience montre que les situations d'insolvabilité des États sont traitées comme des problèmes de liquidité, dont la solution se trouverait dans l'application de politiques d'ajustement économique et financier, jumelées avec de nouveaux financements officiels. Les restructurations de dettes ou l'ajournement du service de dette ne constituent qu'un dernier recours et, même dans ce cas, ils sont utilisés par les grands acteurs comme des opportunités formidables

---

<sup>1</sup> Bien évidemment, la deuxième alternative est préférable à la première puisque les répercussions sociales sont moins graves. L'objectif est de préserver les actifs, si ce n'est pas possible de les augmenter.

---

<sup>2</sup> Comme nous le verrons plus tard, les États peuvent accepter la juridiction d'un autre pays, souvent chez un centre financier mondial tel que les États-Unis ou l'Europe, afin de donner plus de confiance aux créanciers, notamment lors des restructurations. Dans ces cas, les tribunaux d'un autre pays peuvent se prononcer à propos de la dette souveraine de l'État débiteur qui a accepté leur compétence.

de profit (Hermann, 2011 : 3-5). Ceci s'explique parce que la caractéristique la plus remarquable de ces processus est le manque d'une norme générale pour les encadrer. L'absence de règles permet ainsi aux grands créanciers de gérer la discussion avec le pays débiteur sur un plan informel - la plupart des cas étant canalisés à travers le Fonds Monétaire International (ci-après : FMI) -, de sorte que les décisions soient prises en fonction des intérêts des créanciers et des institutions financières internationales (Schwarcz, 2000 ; Hermann, 2011).

Compte tenu de leur multiplicité, les créanciers de dettes souveraines s'organisent pour protéger leurs intérêts et accorder leurs plans d'action. Dans le cas des pays à faible revenu, par exemple, les emprunts proviennent généralement d'autres gouvernements (ou d'institutions multilatérales) réunis autour du Club de Paris. Ce regroupement a établi ses propres principes pour, le cas échéant, le partage des charges, ainsi que pour déterminer l'allègement de la dette. De façon exceptionnelle, le Club de Paris accorde des soulagements supplémentaires si le pays débiteur est considéré comme « pauvre et fortement endetté » (Cosio-Pascal, 2010)<sup>3</sup>. Pour leur part, les créanciers privés se sont aussi organisés autour de regroupements *ad hoc*, comme le « Club de Londres » (Sloman *et al*; 2006)<sup>4</sup>, ou des Comités de banques et/ou d'investisseurs, comme l'International Capital

Market Association (ci-après : ICMA)<sup>5</sup>. À la différence du Club de Paris, les créanciers privés n'ont prévu aucun traitement particulier pour les débiteurs pauvres et fortement endettés. En effet, leur solution de prédilection face aux complications financières consiste en un rééchelonnement des dettes, c'est-à-dire un soulagement temporaire dépourvu de quittance ou de réduction quelconque.

Malgré le rassemblement des créanciers privés, l'hétérogénéité de leurs engagements rend leur cohésion difficile. Les différents termes de leurs contrats individuels - la série de bons, leur ancienneté et privilèges, leur loi d'émission, parmi d'autres questions - constituent le centre du problème des « actions collectives » liées aux restructurations de dettes souveraines. Une restructuration implique une quittance et/ou un rééchelonnement des paiements. Pour y arriver, il faut atteindre l'accord d'une certaine majorité de créanciers. Or, cette majorité peut varier en fonction du bon, les détenteurs des bons ne sont pas forcément connus, et la majorité requise dans chaque situation n'est pas toujours clairement établie (Gelpenn, 2003). Cette carence normative provoque, chez les créanciers, une réticence

---

<sup>3</sup> Principes d'Evian appliqués aux États classés comme HIPC (Heavily Indebted and Poor Countries).

<sup>4</sup> Le Club de Londres n'existe que pendant les négociations. Sa première rencontre a eu lieu en 1976, à l'occasion des problèmes de paiement du Zaïre.

---

<sup>5</sup> L'ICMA a été créé sous la dénomination « Association of International Bond Dealers », en 1969, lors de la mise en œuvre du marché des *Eurobonds*. L'Association a adopté une série de règles et de recommandations régissant les pratiques financières, afin d'assurer la stabilité et l'ordre dans le marché des capitaux. Si son premier espace d'action était l'Europe, l'ICMA opère actuellement dans d'autres régions, comme l'Afrique, l'Asie Pacifique, l'Amérique latine, les Balkans, la Russie et la Communauté des États indépendants, ce qui lui donne une virtuelle projection globale (Site officiel de l'ICMA : < <http://www.icmagroup.org/> > (Consulté le 6 avril 2015).

à participer dans les restructurations. De plus, n'ayant pas de temps préétabli pour négocier, certains créanciers parient sur la prolongation des négociations afin d'avoir des gains plus importants (Pitchford et Wright, 2012). Mais l'obstacle principal aux restructurations de dettes souveraines est le fait qu'elles ne sont pas opposables aux créanciers n'ayant pas accepté les termes de la négociation : les *holdouts*<sup>6</sup>. Voilà la véritable préoccupation des créanciers, car les *holdouts* peuvent perturber l'accord, malgré sa large acceptation, et recevoir des paiements supérieurs à ceux convenus lors de la restructuration de la dette (Fisch et Gentile, 2004).

En somme, il existe une multiplicité de créanciers répandus autour du monde (parmi lesquels seulement certains présentent un degré d'organisation élevé) avec qui l'État en situation d'insolvabilité doit négocier pour trouver une solution. Dans ce cadre, et même si sa participation n'est pas obligatoire, le FMI joue un rôle décisif en déterminant l'ampleur de l'allègement à accorder au pays débiteur. Le problème est que la structure de gouvernance du FMI donne le contrôle aux gouvernements créditeurs. En fait, l'institution financière internationale est cible de critiques percutantes de la part de la société civile en raison de son biais pro-créancier, et des perturbations sociales profondes que ces politiques provoquent dans les États ciblés (Feldstein, 1998).

---

<sup>6</sup> Au moins en ce qui concerne les dettes émises selon les standards en vigueur avant les discussions déclenchées par la décision du juge états-unien Thomas Griesa en juin 2014. Nous y reviendrons.

## II- Le cas paradigmatique de l'Argentine. Sa situation depuis 2014

Le conflit survenu concernant certains créanciers de l'Argentine le 30 juillet 2014, lors d'une sentence prononcée par le juge fédéral des Etats-Unis Thomas Griesa, illustre de façon exemplaire les failles des processus de régulation de dettes souveraines. Le pays, ayant tombé en cessation de paie en décembre 2001, a restructuré sa dette en 2005 et 2010 avec un taux d'acceptation par les créanciers à hauteur de 92,4%.<sup>7</sup> Depuis la renégociation de ses obligations souveraines, l'Argentine a honoré les engagements avec ses créanciers. Mais en 2014, le juge a ordonné le non transfert des fonds (US\$ 539 millions que le pays avait déposés quelques jours avant l'échéance à la Bank of New York Mellon) correspondant au paiement semi-annuel des détenteurs des bons restructurés. Pour permettre cette transaction, le juge exige d'abord le paiement préalable et total - y compris capital et intérêts - des créanciers en désaccord avec la restructuration. Pour comprendre pourquoi le cas argentin est paradigmatique du fonctionnement du marché de dettes souveraines, il faut d'abord savoir comment le pays est arrivé à une telle situation.

Historiquement, la politique d'endettement du pays a été déterminée par le déficit dans sa balance commerciale. Mais depuis la

---

<sup>7</sup> D'abord en 2005, sous la présidence de Nestor Kirchner, le taux d'acceptation des créanciers a été de 76%. Ensuite, en 2010, sous la présidence de Cristina Fernandez de Kirchner, en maintenant les termes de la renégociation de 2005, ce qui le taux d'acceptation a augmenté à 92,4% des créanciers.

dictature de 1976, cette politique a changé et le pays a commencé à prendre des emprunts afin d'alimenter le secteur financier. Ainsi, les banques et les groupes économiques transnationaux sont devenus les principaux demandeurs de crédit internationaux, définissant le rythme d'endettement du pays. L'État, quant à lui, s'est endetté pour les approvisionner en dollars et pour prendre en charge leurs redevances, afin d'assurer leur rentabilité (Basualdo, 1999 : 5). Le résultat : une croissance de la dette externe de **364%** entre 1976 et 1983<sup>8</sup>.

Pendant la décennie néolibérale, cette politique, exacerbée, a conduit à un nouvel accroissement de la dette de **123%**<sup>9</sup>. La logique de transfert de richesses envers les groupes économiques concentrés s'est renforcée d'une politique de séduction des prêteurs promue par le FMI. L'Argentine des années 90 a ainsi accepté de privatiser ses entreprises nationales pour acquitter ses dettes, de renoncer à la juridiction nationale en cas de litige, de s'endetter en devise forte, de réduire ses dépenses publiques, d'éliminer des barrières tarifaires et de monter l'âge de la retraite (Boron, 2003 : 23). Le pays s'est tellement appliqué à suivre la recette du « Consensus de Washington » qu'il fut déclaré par le FMI son « meilleur élève » (Romero Cevallos, 2002). Or, la dette prit une dimension démesurée et mena l'Argentine à

une faillite inévitable en décembre 2001 (Sabatini Fernandez, 2003)<sup>10</sup>.

À la suite de la crise financière de 2001, l'Argentine a cherché à assainir son profil financier international. Elle a effectué une restructuration de sa dette souveraine - acceptée par 92,4% de ses créanciers - qui conditionnait son remboursement à la croissance économique du pays (Manzo, 2012). En outre, elle a remboursé, en 2005, la totalité de sa dette envers le FMI. Plus récemment, elle a convenu d'un plan de paie avec le Club de Paris<sup>11</sup>. À toutes ces occasions, le pays a mis en évidence son intention de soigner sa réputation financière internationale, tout en veillant à ne pas compromettre sa croissance interne. Cette restructuration de dette a la rare particularité d'avoir été menée sans l'intervention du FMI (Herman, 2011:5). Mais plus étonnante encore est son association de la performance des nouveaux bons à la croissance économique du pays<sup>12</sup>, sans mettre sur la table de négociation les politiques d'aide sociale et de relance

---

<sup>8</sup> De 7.800 M \$US en 1975, la dette externe est passée à plus de 45.000 M \$US en 1983 (Basualdo, 1999).

<sup>9</sup> De 58.000 M \$US en 1989, la dette externe est passée à 146.000 M \$US en 1999 (Basualdo, 1999).

---

<sup>10</sup> En janvier 2002, la dette représentait 166% du PIB (Sabatini Fernandez, 2003).

<sup>11</sup> L'Argentine a aussi négocié des solutions à propos de divers différends avec des entreprises sous l'égide du Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI) de la Banque mondiale, en raison du changement du calcul économique après la dévaluation de 2002. Cela démontre aussi l'intention du pays d'assainir son profil et sa réputation financiers internationaux.

<sup>12</sup> Au lieu de recourir à nouveaux emprunts, les diverses échéances de la dette renégociée ont été affrontées, jusqu'à aujourd'hui, avec les ressources réelles du pays : le surplus commercial et, à partir de 2010, ses réserves internationales.

économique (Cheresky, 2004 :13 ; Calcagno, 2010)<sup>13</sup>.

Malgré ces efforts, l'Argentine doit aujourd'hui faire face à une nouvelle complication financière : elle se voit à nouveau dans l'impossibilité de payer sa dette externe. À la différence de sa crise financière en 2001, le pays ne souffre pas de déséquilibre dans sa balance de paiements. Au contraire, le pays a l'intention et les ressources pour payer ses créanciers, mais l'ordre du juge états-unien empêche de concrétiser le transfert de fonds ayant été déposés selon les termes de la dette restructurée en 2005 et 2010 (The Economist, 26-07-2014). Cet ordre, qui répond aux demandes d'un groupe mineur mais puissant : les *holdouts*, dits « fonds vautours », met en péril la restructuration largement acceptée.

Ces fonds d'investissement internationaux ont reçu cette appellation en raison de leur pratique de « charognards » des dettes

souveraines en défaut <sup>14</sup>. Les « fonds vautours » servent à acheter des dettes souveraines en défaut à un prix dérisoire, afin de réclamer judiciairement 100% de leur valeur réelle, et ce, dès que les finances du pays se redressent et qu'il démontre sa capacité à payer (Sookun, 2010 : 33). Dans le cas de l'Argentine, deux « fonds vautour » sont les protagonistes de ces pratiques : le fonds *NML Capital*, appartenant à Paul Singer, un multimillionnaire à la tête d'une fortune de 1,92 milliards de dollars (FORBES, 2015), ainsi que le fonds *Aurelius Management*, géré par Mark Brodsky, ancien apprenti de Singer. Ensemble, ils ne détiennent que 1% de la dette de l'Argentine (Stiglitz et Guzman, 2014).

Le premier de ces fonds connaît déjà la démarche à suivre depuis les années 1990, puisqu'il a racheté 20 millions de \$US en bons de la dette du Pérou, qui connaissait alors des difficultés financières, en payant seulement 11 millions de \$US. Il a ensuite refusé de participer à la restructuration lancée par ce pays et a fini par récupérer 58 millions de \$US à la suite de procédures judiciaires. L'opération, qui lui a rapporté un peu plus de 500% de profit, illustre son *modus operandi*. Les marges de profit dans le cas argentin sont encore plus élevées que dans le cas péruvien : NML Capital a racheté en 2008 - trois années après la première étape de la renégociation - des bons de dette souveraine non restructurée pour une valeur de 428 millions de \$US en payant 10% de leur valeur, soit 48,7 millions de \$US. Devant les tribunaux de New York, juridiction à laquelle l'Argentine doit se

---

<sup>13</sup> Dix ans après la faillite, une restructuration durable pour l'économie du pays et la réduction du solde dû (147.000 M\$US en 2001 contre 137.000 M\$US en 2012) montrent un bilan positif (CEPAL, 2012). La croissance économique de l'Argentine pendant la décennie postérieure au défaut de paiement renforce la lecture du bilan positif en termes de rapport dette-PIB : si en 2002 la dette représentait 166% du PIB, en 2012 elle ne représentait que 19%. Néanmoins, il ne faut pas croire qu'il s'agit d'une panacée. D'une part, le poids de la dette est encore très grand malgré la réduction nominale des dernières années. D'autre part, la stratégie de paiement commence à montrer ses limites : le surplus commercial de l'Argentine diminue de plus en plus depuis 2009 et la pression sur les réserves internationales depuis qu'elles sont utilisées pour rembourser la dette l'a fait tomber, entre août 2012 et décembre 2013, de 54.000 millions de \$US à 30.000 millions de \$US.

---

<sup>14</sup> Investopedia, « Vulture Fund », [en ligne : < <http://www.investopedia.com/terms/v/vulturefund.asp> >] (Consulté le 1 avril 2015).

soumettre depuis la cession de juridiction des années 1990, ce fonds vient d'obtenir une sentence définitive favorable, qui oblige l'Argentine à rembourser 1500 millions de \$US, ce qui représenterait un profit de 1608% (Stiglitz et Guzman, 2014).

### III- Les arguments juridiques

L'argument de ces fonds pour justifier leur réclamation consiste en une interprétation fort minoritaire de la clause légale « *pari passu* ». Celle-ci établit le traitement égalitaire entre créanciers successifs. En d'autres termes, l'émetteur de la dette s'engage à ne pas octroyer aux futurs créanciers des conditions de paiement ou des garanties plus avantageuses sans les offrir également à d'autres créanciers (Bratton, 2004)<sup>15</sup>.

La doctrine identifie deux lectures possibles de la clause, mais aucune des deux ne correspond à celle brandie par les *holdouts* et acceptée par le juge Griesa de New York. L'interprétation la plus large accorde une protection à un ou quelques créanciers qui risquent de ne pas recevoir la totalité de leurs paiements lorsque le débiteur fait face à une situation qui l'empêche de rembourser sa dette. Pourtant, si les dimensions du problème du débiteur sont importantes au point d'affecter tous les créanciers, l'interprétation de la clause *pari passu* devrait donner lieu à un paiement *pro rata*, de sorte que la proportionnalité élimine toute

possibilité de préférences ou de privilèges *de facto*. L'interprétation la plus restreinte, pour sa part, limite l'application de la clause aux négociations d'éventuelles priorités et/ou privilèges de paiement entre créanciers, sans pour autant considérer l'exigibilité même du paiement (Bratton, 2004:833). Selon cette deuxième lecture, la clause est donc seulement valide au moment des négociations des bons, mais pas lorsque vient le temps d'exiger leur paiement.

Nonobstant, le juge a accepté l'interprétation soutenue par les fonds, selon laquelle ces derniers auraient le droit de percevoir la totalité de leur crédit, malgré le fait que 92,4% des créanciers aient accepté une quittance permettant de rembourser tous les créanciers équitablement et sans nuire à la santé économique du pays. Autrement dit, ce jugement dénature le principe de traitement égalitaire entre créanciers pour justifier qu'un créancier puisse percevoir beaucoup plus que le reste.

Pour soutenir cette interprétation, le juge a dû comprendre que les « fonds vautours » ne violaient pas la doctrine *Champerty*. Cette dernière fait partie de la loi judiciaire de l'État de New York (Section 489) et postule que personne ne peut acheter des documents de dette expirés avec l'intention d'obtenir le paiement par la voie judiciaire (Sookun, 2010 : 33). Selon le juge Griesa, les poursuites exercées par ces fonds ne sont qu'une conséquence de leur but principal : se faire rembourser leur crédit.

L'Argentine, de son côté, allègue que la décision du juge Griesa est impossible à réaliser, car elle implique la violation de ses propres lois, ainsi que la mise en péril de

---

<sup>15</sup> Cette clause, ainsi que celle de la renonciation à la juridiction nationale, avait été incluse dans les bons de la dette argentine dans les années 90, en suivant rigoureusement les indications du FMI.



toute la restructuration de la dette majoritairement acceptée. Lors des négociations de 2005-2010, le gouvernement s'est engagé à ne pas offrir aux futurs créanciers des conditions plus avantageuses que celles offertes dans les bons restructurés - la fameuse clause *pari passu* ou RUFO Clause (Rights Upon Future Offers) en anglais -. De ce fait, aucun fonctionnaire argentin ne pourrait mettre en œuvre la décision du juge états-unien sans violer les lois nationales, ce qui entraînerait la responsabilité pénale, a précisé le Ministre d'Économie de l'Argentine (INFOBAE, 07-07-2014). En outre, et même si la clause *pari passu* n'était en vigueur que jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2015, les bons sous analyses concernent le défaut de 2001 et sa restructuration. Ceci dit, le gouvernement argentin ne pouvait pas attendre l'expiration de la clause pour payer les *holdouts* parce qu'il ne s'agit pas de nouvelles dettes. En fait, un paiement aux « fonds vautours » plus avantageux que celui des bons restructurés, entraînerait non seulement la même exigence de la part du reste de *holdouts* - ce 7,6% de créanciers qui n'ont pas accepté la restructuration<sup>16</sup> -, mais aussi de la part de tous les créanciers qui ont accepté la quittance du 30% du capital, plus le rééchelonnement des paiements. En ce sens, le gouvernement argentin argumente que pour respecter le jugement, il faudrait que tous les créanciers ayant accepté la restructuration acceptent le paiement plus avantageux en

---

<sup>16</sup> Selon les estimations, une telle exigence représenterait un effort de 15.000 M \$US, soit la moitié des réserves internationales actuelles du pays.

faveur des « fonds vautours » (El Pais, 07-07-2014)<sup>17</sup>.

#### IV- Implications du jugement : le « *selective default* » et l'impossibilité de restructurer des dettes

Bien évidemment, les premières conséquences de ce litige concernent l'Argentine. Après les 30 jours de grâce par non paiement, à compter du 31 juillet, le pays a été classé par les Agences de qualification de risque financier comme étant tombé en « défaut sélectif » (BLOOMBERG BUSINESS, 30-07-2014), en « défaut technique », ou en « défaut partiel ». Ce classement - inédit dans le cas du « défaut sélectif » - ne semble pas avoir les mêmes répercussions dans le marché que les cessations de paiement « non-sélectifs », si l'on reprend la dénomination utilisée par Standards & Poor's)<sup>18</sup>. Pourtant, il a permis aux demandeurs affectés par ce « défaut » d'exiger les dédommagements du

---

<sup>17</sup> Si jamais cet accord n'est pas atteint et que la seule façon de respecter la décision judiciaire est de payer 100% de la dette aux « fonds vautours », l'Argentine devrait aussi compenser les 92,4% de créanciers restructurés en leur payant 100% du capital plus intérêts, soit 140.000 M \$US (Stiglitz et Guzman, 2014).

<sup>18</sup> En effet, les taux d'intérêt pour les différentes catégories de prêts aux entreprises argentines n'ont pas réagi à l'événement, et les coûts d'emprunt après le 30 juillet ont été inférieurs à la moyenne pour l'ensemble de l'année (Stiglitz et Guzman, 2014). En décembre 2014, l'Argentine a donné la possibilité aux créanciers dont l'échéance des bons était l'année 2015 de recevoir en argent comptant un paiement anticipé de 9 sur 10 dollars. Pourtant, moins de 2,5 % ont accepté cette proposition. Plus récemment, l'Argentine a décidé de chercher US\$ 500 millions en offrant un bons à 2024 avec un taux d'intérêts de 8,75% (taux légèrement plus élevé que la moyenne régionale) et finalement elle a placé 1 415 US\$ grâce à la demande (France 24, 22-04-2015).

*Credit Default Swaps* (CDS) ou assurances de défaut prises par le pays. Au-delà de la nature controversée du « Griesafault » (Stiglitz et Guzman, 2014), il faut remarquer que l'Argentine serait tombée en défaut non pas de son propre gré, mais parce qu'un juge l'a décidé ainsi.

Or, la décision du juge Griesa déborde l'intérêt des parties impliquées dans le procès judiciaire. Le labyrinthe qu'elle a créé entraîne différents types de répercussions. D'abord, l'interdiction de rembourser les détenteurs d'obligations restructurées a ouvert un nouveau front de litige entre ces derniers et le juge qui empêche les versements, bien que les montants soient à leur disposition. En fait, le 13 février dernier, le juge anglais David Richard a contredit son collègue états-unien en précisant que les Euro-bons ont été émis sous législation anglaise et que seulement un juge anglais aurait pu se prononcer à propos du transfert de paiement semi-annuel en faveur de leurs détenteurs (*Knighthood Master Fund LP & Ors v. The Bank of New York Mellon & Anor* [2015] EWHC 270)<sup>19</sup>.

Dans ce litige, les banques intermédiaires - c'est-à-dire les entités bancaires depositaires des bons et chargées de faire les transferts de paiements aux détenteurs respectifs-, sont aussi impliquées dans ce labyrinthe légale. D'une part, car on leur a ordonné de ne pas faire les transferts de paiements, elles risquent d'être poursuivies par les créanciers restructurés ayant droit aux montants déposés par l'Argentine à leur disposition. D'autre

part, si elles procèdent au paiement, elles désobéiraient une décision judiciaire et devraient en subir les conséquences (Lukin, 2014). Par ailleurs, ces banques n'ont pas respecté leurs engagements en tant qu'intermédiaires entre l'État et les détenteurs de dette souveraines. En fait, à cause du blocage de la Bank of New York Mellon, l'Argentine a décidé de la remplacer, pour les paiements futurs, par sa propre banque nationale, Banco Nación de la República Argentina, la seule institution à travers laquelle le pays peut garantir les versements des paiements (BBC, 11-09-2014)<sup>20, 21</sup>.

À l'échelle globale, ce précédent judiciaire risque de rendre le système financier international encore plus instable, mettant en péril toute restructuration de dette

---

<sup>20</sup> Toutefois, l'efficacité du nouvel intermédiaire reste à voir, puisqu'il s'agit d'une modification de l'engagement original et que, pour percevoir les versements, les créanciers doivent s'inscrire auprès de la nouvelle institution.

<sup>21</sup> La seule entité autorisée exceptionnellement par le juge Griesa pour le transfert de fonds déposés pour l'Argentine en faveur de ses différents créanciers, a été la Citibank, depositaire des bons restructurés émis sous législation argentine. L'argument brandi par le juge était l'impossibilité de différencier ces derniers des bons émis sous législation étrangère. Le 20 mars dernier, le juge a permis pour la troisième fois à la Citibank de procéder aux versements dus aux détenteurs de bons, mais à cette occasion, il a aussi donné la permission d'effectuer les paiements d'intérêts de juin 2015 (*New York Times*, 22-03-2015). En contrepartie, la Citibank a décidé de retirer ses recours d'appel contre l'ordre d'interdiction de transfert de fonds, ainsi que d'interrompre son engagement avec l'Argentine en tant que depositaire de bons de sa dette (*Financial Times*, 23-03-2015). Le résultat : la licence bancaire de la Citibank a été suspendue en Argentine et l'entité risque d'être poursuivie judiciairement (*New York Times*, 22-03-2015 ; *MercoPress*, 30-03-2015).

---

<sup>19</sup> Ceci est un excellent indice de la nécessité d'avoir des solutions intégrales pour les problèmes de restructurations de dettes souveraines.

souveraine accomplie et décourageant les créanciers à participer à d'éventuelles restructurations de dettes souveraines futures<sup>22</sup>. Pour ces raisons, l'Argentine a réussi à rassembler de nombreux appuis pour ses recours dans les instances judiciaires supérieures contre la décision du juge de New York. En effet, les gouvernements du Brésil, du Mexique, de la France, et même celui des États-Unis - qui a appuyé les arguments de l'Argentine jusqu'à la Cour d'Appel -, ainsi que le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz, se sont présentés comme *amicus curiae* (« ami de la cour ») en faveur de la position argentine (MercoPress, 26-03-2014; Pagina/12, 20-03-2014). La France, d'ailleurs, a rappelé dans sa présentation que sa Cour de cassation avait refusé les arguments du fonds *NML Capital* dans une affaire très semblable et a soutenu que l'Argentine avait le droit de restructurer sa dette souveraine (Arrêt n° 394 du 28 mars 2013 (10-25.938) - Cour de cassation - Première chambre civile).

D'autres pays se sont manifestés contre ce qu'ils considèrent une situation injuste, parmi lesquels : les pays en développement du Groupe des 77 (G-77) et la Chine, qui ont envoyé une lettre au juge états-unien ainsi qu'au secrétaire d'État John Kerry (NU-G77, 2014). C'est le cas aussi du rapporteur spécial de l'ONU sur la dette extérieure et les Droits de l'Homme, Cephias Lumina, qui a même proposé d'interdire que ces fonds puissent acheter des dettes souveraines et qui a mis en évidence la nécessité de réviser les règles des

finances internationales à cet égard (UNRIC, 2012). Nous devons aussi mentionner Anne Krueger, ancien numéro deux du FMI, qui s'est prononcée contre la décision du juge et en faveur de trouver une solution qui n'ait pas d'implications pour le système financier international (Krueger, 2014). Il est pertinent de rappeler qu'Anne Krueger, en tant que fonctionnaire du FMI, fut l'auteure de la proposition d'un Mécanisme de restructuration de dettes souveraines (MRDS) en 2002, qui a fait l'objet d'une féroce opposition des grands acteurs impliqués, y compris les gouvernements investisseurs et les banques (Krueger, 2002).

## V- Les solutions proposées

En raison de la complexité de la situation, des conséquences pour les acteurs directement ou indirectement impliqués, et du consensus autour de la nécessité de changements, deux solutions ont été proposées pour combler le vide juridique. L'une de type contractuel, promue par l'ICMA (International Capital Market Association) et appuyée par le FMI, et l'autre plus statutaire, consistant en une convention internationale parrainée par les 133 pays du G-77 + Chine.

### V. a- Amélioration contractuelle promue par l'ICMA

L'ICMA a révisé les termes standards qu'elle recommande pour l'émission des bons gouvernementaux en ce qui concerne les Clauses *pari passu* et les procédures et majorités des Clauses d'Actions Collectives (ci-après : CAC) des créanciers. Par rapport

---

<sup>22</sup> En fait, les « fonds vautour » ont déjà acheté des dettes de la Grèce et de l'Espagne (Financial Times, 13-05-2013), comme ils l'ont fait dans le passé avec le Pérou, le Congo, l'Argentine, le Ghana et l'Équateur, entre autres (The Guardian, 31-07-2014).

aux Clauses *pari passu*, l'ICMA propose un modèle qui limite la clause à une simple condition de traitement égalitaire entre dettes du même rang, en excluant expressément l'obligation du pays émetteur de devoir faire de traitement égalitariste au moment de payer d'autres dettes (ICMA, 2014a)<sup>23</sup>. En d'autres termes, le nouveau modèle de l'ICMA vise à éviter des interprétations pouvant perturber les paiements des investisseurs. Tel qu'exprimé par le FMI :

« [i]f future courts interpret the New York Court Decisions broadly, there is a significant risk that the sovereign debt restructuring process will become more complicated. (...) since the type of remedy provided to the holdout creditors in the New York Court Decisions enhances the leverage of holdouts, these decisions have increased the risk that holdouts will multiply, as they now have the ability to extract a preferential recovery outside of a debt exchange. » (FMI, 2014, para. 14).

Mais la contribution la plus significative de l'ICMA nous semble être celle qui concerne les modifications des majorités qualifiées nécessaires pour que les restructurations de dettes soient opposables aux *holdouts*. La plupart des bons de dette souveraine

possèdent déjà des CAC exigeant une majorité de 75% d'acceptation dans chaque série de bons pour atteindre l'opposabilité aux *holdouts*<sup>24</sup>. Le nouveau modèle de l'ICMA, dont l'inclusion est recommandée par le FMI dans toutes les futures émissions de dettes souveraines<sup>25</sup>, prévoit deux autres procédures pour atteindre cette condition : (1) une majorité de 66% du capital dans chaque série de bons, jumelée à une majorité de 50% du capital de tous les bons restructurés<sup>26</sup>; ou (2) une majorité accumulée de 75%, tous les bons restructurés confondus (ICMA, 2014b). L'avantage de cette diminution des majorités est qu'elles sont plus faciles à atteindre (FMI, 2014, para. 28). En outre, l'exigence de la double majorité de 50% du capital ou de l'accumulation de 75% de tout l'univers de bons en restructuration vise à rendre difficile l'obtention de minorités pouvant bloquer une négociation largement acceptée. Si jamais les *holdouts* réussissaient à avoir 34% d'une série de bons - ou 26%, selon le système de décision choisi -, le modèle élaboré par l'ICMA permet aux pays d'exclure cette série de la restructuration (FMI, 2014, para. 29).

Avec ces modifications des CAC, l'ICMA - et le FMI - cherchent à encourager et à rendre plus

---

<sup>23</sup> Rappelons que l'interprétation – fort minoritaire – du juge Griesa est basée sur une conception de la clause qui aborde les paiements, en opposition de l'interprétation plus répandue que circonscrit l'application de la clause à la négociation avec des créanciers.

---

<sup>24</sup> Telle était la recommandation du FMI lorsque le problème des *holdouts* a commencé à se manifester. En effet, le FMI a réalisé deux grandes modifications aux contrats de dettes, l'une en 2000 et l'autre en 2010.

<sup>25</sup> Le Mexique et le Kazakhstan ont été les premiers à appliquer le nouveau modèle de clauses.

<sup>26</sup> Ce processus est seulement applicable aux situations dans lesquelles plusieurs séries de bons sont touchées par une modification. Pour les modifications d'une seule série, la majorité exigée est de 75% (FMI, 2014, para. 31).

fiable la participation des créanciers dans les restructurations de dettes souveraines. Selon le FMI :

*« As noted earlier, the New York Court Decisions have increased this risk. To the extent that these decisions give holdouts a more powerful enforcement tool, it will increase the incentive for them to obtain blocking positions and litigate for full recovery. Moreover, potentially more cooperative creditors may be nervous about the possibility of holdouts using this tool in a manner that interrupts payments on the restructured bonds, which may make them more reluctant to participate in a restructuring »* (FMI, 2014, para. 26).

Si les propositions de l'ICMA constituent une amélioration nette des normes en vigueur, elles ne fournissent pas de solution définitive au problème des restructurations de dettes souveraines (Stiglitz *et al*, 2015). En effet, les *holdouts* peuvent encore se prémunir des positions de blocage, car la plupart des bons souverains opèrent sur la base de majorités par série (FMI, 2014, para. 25). Par ailleurs, ces modifications ne font aucune considération à propos des CDS : les assurances en cas de défaut. Celles-ci peuvent constituer une incitation perverse à forcer une cessation de paiement, même lorsque les perspectives de restructuration ne sont pas sombres, afin de percevoir le dédommagement des assurances (Stiglitz *et al*, 2015). Finalement, les propositions de l'ICMA font abstraction d'un autre problème : l'équité entre les créanciers. Ce modèle

permet qu'un créancier avec des privilèges se voie imposer une restructuration par des créanciers qui n'ont pas cette même prérogative, ce qui met à la défensive tous les créanciers privilégiés. Pareillement, explique Guzman, les modifications de l'ICMA ne contemplent qu'un seul type de créancier, l'investisseur corporatif ou bancaire, mais elles laissent de côté les citoyens détenteurs de bons (Pagina/12, 20-12-2014).

#### V. b- Un traité régulant les restructurations : la proposition du G-77 + Chine

Pour ces raisons, une autre proposition - parallèle à celle de l'ICMA - a été élaborée. Celle-ci, à la différence de la première, est de nature plutôt statutaire (Eichengreen, 2006 : 443), puisqu'elle prévoit l'adoption d'une norme générale qui règlemente les restructurations. Promue par les 133 pays du G77 + Chine à travers une Résolution de l'Assemblée Générale de l'ONU en septembre 2014 (AGNU, A/RES/68/304), elle cherche à créer un système similaire à celui des «lois sur la faillite» que l'on trouve dans les systèmes de droits nationaux. Un comité d'experts a été créé pour rédiger la version finale de la proposition de convention qui sera mise en considération à la prochaine session de l'Assemblée Générale (AGNU, A/C.2/69/L.4/Rev.1). Dans l'agenda de travail de trois rencontres, tous les gouvernements et diverses institutions spécialisées, comme le FMI, ont été invités à y participer. Même si le document final n'est pas encore connu, plusieurs experts impliqués

ont laissé entrevoir ses principales caractéristiques<sup>27</sup>.

Mentionnons, d'abord, la détermination de règles claires, dont la plupart sont déjà présentes dans les législations nationales. C'est le cas notamment de la décision de restructurer des dettes comme un droit du débiteur - dans ce cas, une décision souveraine -, s'il se trouve dans l'impossibilité de payer ses dettes. Cette décision ne vise pas à infliger un préjudice aux créanciers, mais à redresser les comptes du pays pour qu'il puisse honorer ses engagements. Pour cela, le pays doit communiquer les raisons de sa décision et préciser les politiques économiques qui, jumelées avec la restructuration, permettront de positionner la dette à un niveau viable. En plus, le projet établit de fortes restrictions pour décourager le « *rush to the courthouse* » (Kolb, 2011; Haley, 2014). Par exemple, l'immunité souveraine des biens de l'État à l'étranger - tel que des immeubles d'ambassades, des comptes bancaires ou des actifs militaires<sup>28</sup> - ou l'interdiction aux États adhérents, ainsi qu'à leurs autorités judiciaires, d'adopter des mesures provenant des groupes minoritaires de créanciers qui affectent les restructurations accordées. L'idée est d'immuniser les paiements et les systèmes de

*clearing* pour que des créanciers individuels ne puissent pas récupérer leurs emprunts aux dépens des autres créanciers (Buchheit *et al*, 2013).

Le mécanisme vise aussi un « *fresh start* » du pays, similaire à celui des entreprises qui décident d'initier le processus de faillite (Buchheit *et al*, 2013 ; Brooks *et al*, 2015). En ce sens, il vise le rééquilibrage des comptes du pays, voire leur acheminement vers une économie durable. Ceci implique que, une fois la restructuration finie, les services de dettes ne doivent pas étouffer l'économie du pays et que l'ajustement de dépenses ne doit pas mettre en péril le bon fonctionnement de l'État ni exiger une réduction des prestations sociales en faveur des plus démunis (Striglitz, 2010). De plus, des investissements prioritaires de développement doivent être protégés.

Pour atteindre l'objectif précédent, la restructuration doit comprendre toutes les dettes du gouvernement. C'est pour cela que le projet propose un « *Check-in* obligatoire », une vérification et un enregistrement de tous les détenteurs de bons, de sorte que les principaux acteurs impliqués participent à la restructuration (Brooks *et al*, 2015). La vérification exhaustive constitue une garantie tant pour les créanciers que pour l'État débiteur. Pour les premiers, parce que c'est la seule façon de donner un traitement équitable entre les différents types de créanciers, par exemple, en distinguant ceux dont les crédits sont exigibles à court terme et ceux dont les crédits ne le seront pas, ou entre créanciers avec et sans privilèges (Brooks et Lombardi, 2015; Brooks *et al*, 2015). Pour l'État, parce que les détenteurs de bons doivent aussi déclarer s'ils

---

<sup>27</sup> Les *Policy Papers* du IPD (International Policy Dialogue), des États-Unis, du CIGI (Centre for International Governance Innovation) et du Canada constituent nos sources principales à propos du profil de la proposition discutée au sein de l'ONU.

<sup>28</sup> Les mêmes fonds qui ont initié le processus judiciaire à New York contre l'Argentine, ont réussi à obtenir la décision d'un juge à Ghana ordonnant l'embargo d'un bateau de guerre argentin pendant une quarantaine de jours.

possèdent une couverture financière - un CDS - qui pourrait leur reporter des revenus en cas de non-paiement. Ainsi, les intervenants peuvent se faire une idée des possibilités réelles d'arriver à un accord et, en même temps, identifier les créanciers qui manqueraient d'intérêts (Stiglitz *et al*, 2015). Bien évidemment, l'accord approuvé par les majorités correspondantes serait obligatoire pour tous les créanciers<sup>29</sup>.

Par ailleurs, l'éventuelle convention ne vise pas à créer une entité juridictionnelle chargée de gérer les restructurations. Elle prévoit plutôt un mécanisme adopté aux Nations Unies, avec une entité de contrôle dont les compétences sont encore en débat. Une possibilité, selon Guzman (Pagina/12, 20-12-2014) est la création d'une Commission de surveillance du respect de l'accord de restructuration, constituée par trois représentants des pays membres : l'un désigné par l'État qui restructure ses passifs et les deux autres choisis par le reste des adhérents. Les fonctions de cette commission ne concerneraient que la réalisation de l'accord, ne pouvant pas considérer ni la décision souveraine de restructurer la dette, ni l'entente accordée. L'autre possibilité est la création d'un Forum de dettes souveraines où centraliser tant les processus de restructurations, que toute discussion précoce entre créanciers et pays, lorsque ces derniers

éprouvent les premiers signes de complication financière (Gitlin and House 2014, 7).

Une autre caractéristique importante de cette proposition est la détermination d'une période limitée et brève pour négocier et atteindre l'accord de restructuration. Les négociations sont complexes, mais une fois que la décision de négocier a été prise, son prolongement ne fait que mettre en péril son succès, au profit des créanciers réticents. Aujourd'hui, cette limite n'existe pas et l'étendue des négociations oblige les États à faire appel à des « sauvetages » du FMI qui ne font que prolonger l'agonie pour des soulagements temporaires de certains créanciers (Brooks *et al*, 2015). Déterminer un temps limite pour les restructurations apporte de la certitude au processus, surtout pendant la transition d'ajustement économique du pays qui restructure sa dette (Hermann, 2011 :12). Pour cette raison, le projet du G-77 + Chine propose une limite de 18 mois, renouvelable pour 12 mois, pour atteindre un accord<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Étant donné l'importance des restructurations de dettes et les moments dans lesquels elles sont effectuées, certains auteurs pensent que la participation devrait être encore plus large, en incluant des représentants de la société civile, des confédérations syndicales, des représentants des affaires et du commerce, et même des représentants du pouvoir législatif (Hermann, 2011 :11).

---

<sup>30</sup> Le problème du temps est aussi présent au niveau national, ayant des implications majeures pour les restructurations des dettes. En effet, les gouvernements ont une tendance à retarder la déclaration d'insolvabilité, car elle est perçue comme un échec. En outre, lorsqu'elle est déclarée, souvent les gouvernements sont insuffisamment ambitieux dans leurs prétentions et ils sont plus préoccupés par la signature d'un accord que par ses termes (Gitlin and House 2014).

## VI- Conclusion

Les cessations de paiement des États et les restructurations des dettes souveraines constituent un phénomène bien plus courant qu'on ne le pense : selon Das, Papaioannou and Trebesch (2012), de 1950 à 2010, il y a eu plus de 600 cas de restructurations de dettes autour du monde. Ce simple fait justifie largement leur régulation. Mais la justification devient un besoin majeur lorsque ces restructurations donnent lieu à des inégalités entre créanciers ainsi qu'à des exigences démesurées envers les États qui cherchent à assainir leurs économies. Cette perception semble profiter du consensus des 134 pays qui ont voté à l'ONU en faveur de l'adoption d'une éventuelle convention internationale sur la question. Nonobstant, l'opposition de presque tous les pays où se trouvent les centres financiers les plus importants, notamment les États-Unis, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et le Japon, laisse supposer que le traité n'entrera pas en vigueur à court terme, ou qu'il n'aura qu'un champ d'application très restreint.

Le nombre d'États qui ont appuyé la proposition du traité montre aussi que la plupart d'entre eux ne voient pas le FMI comme le seul ni le plus légitime interlocuteur pour canaliser les réformes de l'architecture financière internationale. La réaction est logique si l'on tient compte que la majorité de ces États sont des pays en développement ayant dû traiter avec le FMI et ses politiques d'ajustement économique. Malgré cette perception, la seule modification mise en place jusqu'à présent est celle soutenue par le FMI et élaborée par l'ICMA. Faute d'une régulation générale comprenant toutes les restructurations, il reste à voir

comment le FMI va négocier la transition entre l'état actuel et le moment où il n'y aura que des CACs (Clauses d'Actions Collectives) correspondants au nouveau modèle, et quel seront les coûts, pour les États et les créanciers, de cette transition.

Pour finir spécifiquement avec le cas de l'Argentine, celle-ci a fait les frais d'avoir été aux avant-postes d'un acrimonieux débat avec les fonds vautours. Son cas ayant déjà été tranché par les tribunaux, elle ne pourra pas profiter des propositions de solutions que nous avons examinées dans les pages précédentes. L'Argentine devra trouver par ses propres moyens une solution à ses difficultés... Un chemin que devront probablement parcourir aussi d'autres pays dont les dettes obéissent à la même architecture juridique.



## VII- Bibliographie

- BASUALDO, Eduardo (1999), « Acerca de la naturaleza de la deuda externa y la definición de una estrategia política », Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes Ediciones, 1999.
- BORÓN, Atilio (2003). « La sociedad civil después del diluvio neoliberal », dans Sader, Emir et Pablo Gentili (comp.) *La Trama del Neoliberalismo. Mercado, Crisis y Exclusión Social*, Buenos Aires: CLACSO-EUDEBA, p. 23.
- BRATTON, William (2004). « Pari Passu and A Distressed Sovereign's Rational Choices », *Georgetown Law Faculty Publications and Other Works*, Paper 50, [en ligne : < <http://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/50/> >]. (Consulté le 2 avril 2015)
- BROOKS, Skylar et Domenico LOMBARDI (2015) « Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper », CIGI Paper No. 64, avril 2015 [en ligne : < [https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_paper\\_no.64web.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.64web.pdf) >]. (Consulté le 10 avril 2015)
- BROOKS, Skylar, Martin GUZMAN, Domenico LOMBARDI and Joseph E. STIGLITZ (2015) « Identifying and Resolving Inter-Creditor and Debtor-Creditor Equity Issues in Sovereign Debt Restructuring », CIGI Policy Brief No. 53, janvier 2015, [en ligne : < [https://www.cigionline.org/sites/default/files/pb\\_no53.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/pb_no53.pdf) >] (Consulté le 9 avril 2015).
- BUCHHEIT, Lee C, Anna GELPERN, Mitu GULATI, Ugo PANIZZA, Beatrice WEDER di MAURO et Jeromin ZETTELMEYER (2013). « Revisiting Sovereign Bankruptcy », Washington: Committee on International Economic Policy and Reform. [en ligne : < [http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5904&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5904&context=faculty_scholarship) >] (Consulté le 9 avril 2015).
- CALCAGNO, Eric (2010) « Fondo del Bicentenario y política económica », *Página/12*, 07-01-2010, [en ligne : < <http://www.lanacion.com.ar/1630246-oficializan-acuerdo-con-empresas-que-tenian-juicioscontra-la-argentina-en-el-ciadi> >]. (Consulté le 26 mars 2015)
- CHERESKY, Isidoro (2004). « Argentina. Cambio de rumbo y recomposición política », *Revista Nueva Sociedad*, No. 193, p. 10.
- COSÍO-PASCAL, Enrique (2010). "Paris Club: Intergovernmental Relations in Debt Restructuring", dans Herman Ocampo and Spiegel, Shari (eds) *Overcoming Developing Country Debt Crises*, New York and Oxford: Oxford University Press, p. 231-276.
- DAS, Udaibir, Michael PAPAIOANNOU et Christoph TREBESCH (2012). « Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts », International Monetary Fund, Working Paper 12/203, août 2012 [en ligne : < [http://michelerobinson.net/yahoo\\_site\\_admin/assets/docs/IMF\\_WP\\_-\\_Sovereign\\_Debt\\_Restructuring\\_1950-2010.228203605.pdf](http://michelerobinson.net/yahoo_site_admin/assets/docs/IMF_WP_-_Sovereign_Debt_Restructuring_1950-2010.228203605.pdf) >] (Consulté le 11 avril 2015).
- EICHENGREEN, Barry (2006). « Policy Proposals for Restructuring Unsustainable Sovereign Debt », dans Inge Kaul and Pedro Conceicao (eds.) *The New Public Finance*, New York/Oxford: Oxford University Press.

- FELDSTEIN, Martin (1998). « Refocusing the IMF », *Foreign Affairs-New York*, vol. 77, p. 20-33.
- FISCH, Jill et GENTILE, Caroline (2004). « Vultures or Vanguard?: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring », *Emory Law Journal*, vol. 53, p. 1043-1116.
- FORBES (2015). « The World's Billionaires : 2015 Ranking », [en ligne : < <http://www.forbes.com/profile/paul-singer/?list=billionaires> >]. (Consulté le 2 avril 2015)
- GELPERN, Anna (2003). « How collective action is changing sovereign debt » *International Financial Law Review*, Vol 22, p.19.
- GITLIN, Richard et Brett HOUSE (2014). « A Blueprint for a Sovereign Debt Forum », CIGI Papers No. 27, mars 2014 [en ligne : < [www.cigionline.org/publications/blueprintsovereign-debt-forum](http://www.cigionline.org/publications/blueprintsovereign-debt-forum) >] (Consulté le 10 avril 2015).
- HALEY, James (2014). « Sovereign Debt Restructuring: Old Debates, New Challenges », CIGI Papers No. 32. May 2014, [en ligne : < [www.cigionline.org/publications/sovereign-debt-restructuring-olddebates-new-challenges](http://www.cigionline.org/publications/sovereign-debt-restructuring-olddebates-new-challenges) >]. (Consulté le 9 avril 2015).
- HERMAN, Barry (2011). « How to resolve sovereign debt crises in the twenty-first century », Initiative for Policy Dialogue, Working Paper, June 2011.
- JACKSON, Thomas (2001) *The logic and limits of bankruptcy law*, Washington: Beard Books.
- KARGMAN, Steven (2005). Addressing Financial Distress in Emerging Markets: An Overview of Key Concepts in Corporate and Sovereign Debt Restructurings. Inter-American Juridical Committee, XXXI *Course on International Law* (2004). Washington, DC, Organization of American States, August.
- KOLB, Robert (Ed.) (2011). *Sovereign debt: from safety to default*, New Jersey: John Wiley & Sons.
- KRUEGER, Anne (2002). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington DC: International Monetary Fund, April 2002. [en ligne : < <http://209.133.61.144/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf> >] (Consulté le 5 avril 2014).
- KRUEGER, Anne (2014). « Le carcan de la dette argentine », Project Syndicate, 18-07-2014, [en ligne : < <http://www.project-syndicate.org/commentary/anne-krueger-examines-the-fallout-from-the-us-supreme-court-s-recent-ruling-in-favor-of-bondholders/french#bZEXSGPRZx10d1KZ.01> >] (Consulté le 4 avril 2014).
- LUKIN, Tomas (2014) « Cartas de intimación a los agentes de pago », Página/12, Section Economía, 04-07-2014 [en ligne : < <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-250065-2014-07-04.html> >] (Consulté le 3 avril 2015).
- MANZO, Alejandro (2012). « Argentina y el FMI en el escenario inmediatamente posterior a la crisis del 2001: analizando sus relaciones en el canje de la deuda externa 2003-2005 », *Revista Estudios*, Vol. 28, p.73-93.
- PITCHFORD, Rohan et WRIGHT, Mark (2012). « Holdouts in sovereign debt restructuring: A theory of negotiation in a weak contractual environment », *The Review of Economic Studies*, Vol. 79 (2), p. 812-837.

ROMERO CEVALLOS, Marco (2002), « Argentina y el FMI : El problema de ser el primer alumno », *FLACSO-Andes Debate*, Vol. 57, p. 85-99.

SABINI FERNANDEZ, Luis (2002) « Argentina: el mejor alumno del FMI choca con la realidad », *Revista del Sur*, No 123/124, pp. 6-9.

SCHWARCZ, Steven (2000). « Sovereign debt restructuring: a bankruptcy reorganization approach », *Cornell Law Review*, vol. 85, no 956, p. 101-187.

SLOMAN, John, Peter SMITH et Mark SUTCLIFFE. (2006). *Economics: Student Workbook*, Harlow: Financial Times Prentice Hall.

SOOKUN, Devi (2010). *Stop Vulture Funds Lawsuits. A Handbook*, London: Commonwealth Secretariat.

STIGLITZ, Joseph (2010) « Sovereign Debt : Notes on Theoretical Framework and policy Analyses », Herman Ocampo and Spiegel, Shari (eds) *Overcoming Developing Country Debt Crises*, New York and Oxford: Oxford University Press, p. 140-160.

STIGLITZ, Joseph et Martin GUZMAN (2014) « Argentina's Griesafault », Project-Syndicate, 7-08-2014, [en ligne : < <https://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-argue-that-the-country-s-default-will-ultimately-harm-america> >]. (Consulté le 2 avril 2015)

STIGLITZ, Joseph et Martin GUZMAN (2015) « A Fair Hearing for Sovereign Debt », Project-Syndicate, 5-03-2015, [en ligne : < <http://www.project-syndicate.org/commentary/argentina-repay-vulture-fund-by-joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-2015-03> >]. (Consulté le 3 avril 2015)

STIGLITZ, Joseph, Martin GUZMAN, Doménico LOMBARDI, José Antonio OCAMPO, et Jan SVEJNAR (2015). « Framework for Sovereign Debt Restructuring », IPD-CGI-CGEG Policy Relief 23-01-2015, Initiative for Policy Dialogue, [en ligne : < [http://policydialogue.org/files/publications/IPD-CIGI-CGEG\\_Report\\_-\\_FSDR\\_Conference\\_R.pdf](http://policydialogue.org/files/publications/IPD-CIGI-CGEG_Report_-_FSDR_Conference_R.pdf) >]. (Consulté le 6 avril 2015)

### Site Institutionnels

AGNU (Assemblée Générale des Nations Unies) (2014) A/RES/68/304 « Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes », New York, 17 septembre 2014 [en ligne : < [http://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/RES/68/304&Lang=E](http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/68/304&Lang=E) >] (Consulté le 10 avril 2015).

AGNU (Assemblée Générale des Nations Unies) (2014), A/C.2/69/L.4/Rev.1 « Modalities for the implementation of resolution 68/304, entitled "Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes" » New York, 28 novembre 2014 [en ligne : < [http://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/C.2/69/L.4/Rev.1&Lang=E](http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/C.2/69/L.4/Rev.1&Lang=E) >] (Consulté le 10 avril 2015).

CEPAL (2012), *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe. Junio 2012*, p. 74 [en ligne : < <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/5/46985/informe-macroeconomico.pdf>>] (Consulté le 12 avril 2015).

FMI (Fond Monétaire International) (2014) « Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring », *IMF Policy Papers*, octobre 2014, Washington DC: FMI. [en ligne : < <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx>>] (Consulté le 6 avril 2015).

ICMA (International Capital Market Association) (2014a) « Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes », *Sovereign Debt Information*, Août 2014. [en ligne : < [file:///C:/Users/Nico/Downloads/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Nico/Downloads/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014%20(1).pdf) >] (Consulté le 6 avril 2015).

ICMA (International Capital Market Association) (2014b) « Standard Aggregated Collective Action Clauses ("CACs") for the Terms and Conditions of Sovereign Notes », *Sovereign Debt Information*, Août 2014. [en ligne : < <file:///C:/Users/Nico/Downloads/ICMA-Standard-CACs-August-2014.pdf> >] (Consulté le 6 avril 2015).

ICMA (International Capital Market Association) Site officiel [en ligne < <http://www.icmagroup.org/>>] (Consulté le 6 avril 2015).

NU-G77 (Nations Unies - Groupe 77) (2014). « Declaration in Support of Argentina regarding the Ruling on the MNL Capital Ltd. vs Republic of Argentina », New York, 25-06-2014. [en ligne : < <http://www.telam.com.ar/advf/documentos/2014/06/53acc17506db3.pdf> >] (Consulté le 3 avril 2015).

UNRIC (United Nations Regional Information Center) (2012). « Cephas Lumina, experto de la ONU en deuda externa, urge a no permitir a fondos buitres intervenir en el mercado de deuda », 14-12-2012. [en ligne : < <http://www.unric.org/es/actualidades-/501-cephas-lumina-experto-de-la-onu-en-deuda-externa-urge-a-no-permitir-a-fondos-buitres-intervenir-en-el-mercado-de-deuda> >] (Consulté le 4 avril 2015).

## Journaux

BBC Mundo « Argentina insiste: fallo de Griesa es de "imposible cumplimiento" », 11-09-2014 [en ligne : < [http://www.bbc.co.uk/mundo/ultimas\\_noticias/2014/09/140910\\_ultnot\\_aprueban\\_ley\\_de\\_deuda\\_en\\_argentina\\_bd](http://www.bbc.co.uk/mundo/ultimas_noticias/2014/09/140910_ultnot_aprueban_ley_de_deuda_en_argentina_bd) >]. (Consulté le 3 avril 2015)

BLOOMBERG BUSINESS « What Happens Now That Argentina Is in 'Selective Default' », 30-07-2014 [en ligne : < <http://www.bloomberg.com/bw/articles/2014-07-30/what-happens-now-that-argentina-is-in-selective-default> >]. (Consulté le 2 avril 2015)

EL PAIS « Argentina insiste: fallo de Griesa es de "imposible cumplimiento" », 07-07-2014 [en ligne : < <http://www.elpais.com.uy/mundo/argentina-insiste-fallo-imposible-cumplimiento.html> >]. (Consulté le 2 avril 2015)

FINANCIAL TIMES « An Argentine bond reprieve — or is it? », Section Pari Passu Saga Series, 23-03-2015. [en ligne : < <http://ftalphaville.ft.com/2015/03/23/2122658/> >]. (Consulté le 4 avril 2015)

FINANCIAL TIMES « US hedge funds turn bullish on the euro », Section Capital Markets, 13-05-2013 [en ligne : < <http://www.ft.com/cms/s/0/a1b50b64-bba8-11e2-82df-00144feab7de.html#axzz3WMjdXqPJ> >]. (Consulté le 4 avril 2015)

France 24 « Argentina gloats after massive bond sale », 22-04-2015, Section International News [en ligne : < <http://www.france24.com/en/20150422-argentina-gloats-after-massive-bond-sale/> >]. (Consulté le 22 avril 2015)

INFOBAE « Kicillof le dijo al mediador que el fallo es "de imposible cumplimiento" y pidió por el stay », 07-07-2014 [en ligne : < <http://www.infobae.com/2014/07/07/1578943-kicillof-le-dijo-al-mediador-que-el-fallo-es-de-imposible-cumplimiento-y-pidio-el-stay> >]. (Consulté le 2 avril 2015)

MERCOPRESS, « Country and organizations support for Argentina's litigation with hedge funds increases », 26-03-2014 [en ligne : < <http://en.mercopress.com/2014/03/26/country-and-organizations-support-for-argentina-s-litigation-with-hedge-funds-increases> >]. (Consulté le 4 avril 2015)

MERCOPRESS, « Citibank suspended in Argentina "until it revokes agreement with Griesa and holdout funds" », 30-03-2015 [en ligne : < <http://en.mercopress.com/2015/03/30/citibank-suspended-in-argentina-until-it-revokes-agreement-with-griesa-and-holdout-funds> >]. (Consulté le 11 avril 2015)

NEW YORK TIMES, « Citigroup Says Court Order Will Let It Pay Argentine Bond Interest », 22-03-2015 [en ligne : < <http://www.nytimes.com/2015/03/23/business/dealbook/citigroup-says-court-order-will-let-it-pay-argentine-bond-interest.html> >]. (Consulté le 11 avril 2015)

PAGINA/12, « Cada vez con más amicus contra los buitres », Section Economía, 20-03-2014 [en ligne : < <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-242186-2014-03-20.html> >]. (Consulté le 4 avril 2015)

PAGINA/12, « Cómo poner a los fondos buitres en una jaula. Entrevista a Martín Guzmán », Section Economía, 20-12-2014 [en ligne : < <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-262350-2014-12-20.html> >]. (Consulté le 7 avril 2015)

THE ECONOMIST, « Argentina's debt saga. Unsettling times », 26-07-2014, [en ligne : < <http://www.economist.com/news/americas/21608638-clock-ticking-toward-argentine-default-unsettling-times> >]. (Consulté le 2 avril 2015)

THE GARDIAN, « Profile: Argentina's nemesis, hedge fund manager Paul Singer Simon Goodley », Section Economy, 31-07-2014 [en ligne : < <http://www.theguardian.com/business/2014/jul/31/paul-singer-hedge-funds-argentina> >]. (Consulté le 4 avril 2015)

## Jugements

Knighthead Master Fund LP & Ors v. The Bank of New York Mellon & Anor [2015] England and Wales High Court (Ch) 270, 13 Février 2015. [en ligne : < <http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2015/270.html> >]. (Consulté le 3 avril 2015)

La société NML Capital c. La République argentine ; et autre. Arrêt n° 394 du 28 mars 2013 (10-25.938) - Cour de cassation - Première chambre civile -ECLI:FR:CCASS:2013:C100394. [en ligne : < [https://www.courdecassation.fr/jurisprudence\\_2/premiere\\_chambre\\_civile\\_568/394\\_28\\_25871.html](https://www.courdecassation.fr/jurisprudence_2/premiere_chambre_civile_568/394_28_25871.html) >]. (Consulté le 3 avril 2015)