



**HAL**  
open science

## NML v Argentina : la force du contrat

Jérôme Sgard

► **To cite this version:**

| Jérôme Sgard. NML v Argentina : la force du contrat. 2019. hal-03594351

**HAL Id: hal-03594351**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03594351>**

Preprint submitted on 2 Mar 2022

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## *NML v Argentina* : la force du contrat

Jérôme Sgard, SciencesPo

Mars 2019

Le jugement rendu en 2014 par la Cour d'Appel de New York dans le cas *NML v Argentina* restera dans les annales de la dette souveraine. D'abord cette décision a ouvert la voie à la résolution en mars 2016 du défaut de paiement argentin : un des plus longs de l'histoire (2001-2016), un des plus importants (93 milliards de dollars) et un des plus complexes. Ensuite cette décision confirme le rôle central qui revient désormais au juge national dans la résolution des défauts souverains et donc dans l'interprétation des contrats sous-jacents. Enfin, dans le cas présent, le juge newyorkais a considérablement renforcé la position des investisseurs minoritaires, qui refusent un accord de restructuration collectif: d'abord en confirmant une interprétation controversée de la clause *Pari Passu*, ensuite en donnant aux créanciers minoritaires des moyens nouveaux et puissants pour faire pression sur l'émetteur souverain, afin d'obtenir gain de cause. Depuis lors, cette interprétation a été infirmée par deux autres jugements, rendus également par la New York South District, qui a qualifié de manière nettement plus restrictive les conditions dans lesquelles cette clause peut s'appliquer. La lente consolidation de ce régime juridictionnel de résolution des défauts souverains a donc pris un tour plus équilibré, que l'avenir devra confirmer. Au-delà, l'ensemble de cette discussion, telle qu'elle se développe depuis les années 1990, continue d'opposer de manière très riche et très instable ces deux principes compacts : la souveraineté et le contrat.

Ce chapitre revient sur les principaux moments de la résolution du défaut argentin et sur les conclusions immédiates qu'on peut tirer de cet épisode. Puis on rapporte les règles émergentes qui ont été débattues à cette occasion aux principes qui justifient la règle de faillite au plan domestique. On étend alors la comparaison, de manière plus détaillée, à deux modèles alternatifs de résolution de l'insolvabilité : le trust anglais, à partir duquel a été développée aux 17<sup>ème</sup> et 18<sup>ème</sup> siècles une alternative à la procédure classique de faillite privée; et puis les règles adoptées par le FMI dans les années 1980 pour restructurer les dettes des pays en développement. Ces deux comparaisons permettent de souligner l'ampleur des évolutions observées depuis 1990, mais aussi le caractère très contesté, et donc instable, du non-régime actuel.

### ***Le règlement du défaut argentin***

Les principales étapes de cette longue saga sont connues. Après le défaut de décembre 2001, les autorités argentines ont proposé en 2005 et en 2010 un échange de titres : les investisseurs qui acceptaient une réduction de la valeur de leurs créances de l'ordre de 70% bénéficieraient d'une reprise immédiate du service de la dette, en premier lieu les intérêts. Ceci devait ouvrir la voie à un retour de l'Argentine sur les marchés de capitaux internationaux, dont elle était exclue depuis 2001. Le fait que ces deux propositions aient obtenu au total l'adhésion de 93% des porteurs de titres renforçait a priori cette attente. Problème, en 2009 des *vulture funds*, dont *NML*, porteurs au total de 7% des titres (après le second échange) ont porté l'affaire devant la justice américaine afin d'obtenir un service entier (au pair) sur ces titres non restructurés, en dépit du très large soutien obtenu par les deux opérations d'échange de titres.

Dans une première étape, ils ont obtenu en décembre 2011 de la *District Court* de New York (Sud), la confirmation d'une réinterprétation radicale et très controversée de la clause *Pari Passu*, celle-ci étant inscrite dans les nouveaux titres émis par la République Argentine. Soit une clause en fait très ancienne, qui établit un vague principe d'égalité ou de non-discrimination entre émissions, mais dont les implications pratiques étaient restées longtemps limitées.<sup>1</sup> Une décision isolée rendue par la Cour d'Appel de Bruxelles en 2000 avait ouvert la voie à une lecture beaucoup plus contraignante de cette clause: chaque partie avait droit aux mêmes conditions de paiement, au regard des contrats qu'elle détenait – nouveaux ou anciens. Ce premier jugement était intervenu dans une affaire similaire à celle de l'Argentine, mais de plus petite taille, qui opposait la République du Pérou au groupe Elliott Associates, dont *NML* est une filiale. En 2011 le principe était donc confirmé, dans le cas argentin, par la *New York South District Court* newyorkaise, bien plus puissante, puisqu'elle a la juridiction sur Wall Street: si l'Argentine assure un service entier de la dette restructurée, il doit en aller de même avec les titres qui n'ont pas été portés à l'échange.

Venait ensuite la question de l'exécution. Les investisseurs minoritaires (ou leurs conseils) avaient tenté initialement de saisir les actifs détenus par l'Etat argentin dans des pays tiers, mais les règles d'immunité souveraine se sont révélées à nouveau trop puissantes. La solution est venue de la seconde composante du jugement de décembre 2011: l'*injunction* qui interdisait au gouvernement argentin de poursuivre le service des seules obligations restructurées, liait également les intermédiaires financiers qui agiraient comme « *agents* » de l'Argentine (« *in active concert or participation* »). En particulier, s'ils devaient exécuter les ordres de paiement donnés par l'Argentine aux bénéficiaires des porteurs de titres restructurés, ces intermédiaires pourraient être poursuivis directement pour « *contempt for the court* ». Notons ici que c'est sur la demande expresse de la Cour d'Appel (jugement du 26 octobre 2012) que cette disposition a été renforcée et précisée (District Court, 21 novembre 2012).<sup>2</sup>

Cette décision ouvrait donc une voie entièrement nouvelle pour imposer à l'Etat endetté le respect de la clause *Pari Passu*, cela en utilisant le système de paiement américain – la tuyauterie monétaire. La dette argentine étant libellée en dollars et ayant été émise à New York, assez logiquement les paiements devaient passer par une banque américaine et par les chambres de compensation américaine. Cette stratégie, qui instrumentalise l'infrastructure du système de paiement, est à la fois relativement nouvelle et très puissante, puisqu'elle s'appuie sur la position dominante du dollar au plan international, qui assure en pratique la portée extraterritoriale de cette décision de justice. A cadre juridique équivalent, elle ne pourrait pas être mise en œuvre avec autant d'efficacité depuis Londres, par exemple.

Après une série de décisions intermédiaires le jugement de la District Court a été confirmée par la Cour d'Appel de New York (Second Circuit) ; et après que la Cour Suprême américaine ait décliné en juin 2014 de se saisir de ce cas, l'*injunction* est devenue effective. Le test est venu très vite puisque, dès juillet, l'Argentine a transféré 539 millions de dollars à la Bank of New York pour règlement d'intérêts dus aux porteurs des titres restructurés. Le juge de la *District Court* a immédiatement ordonné le gel de ce transfert et, un mois après, conformément aux règles en vigueur, l'Argentine a été déclarée en défaut partiel (*selective default*) sur sa dette par les agences Standard & Poor's et Fitch. Les porteurs de titres restructurés n'ont plus été payés et l'accès aux marchés internationaux par les emprunteurs argentins, privés et public, était de nouveau fermé.

La dernière phase de cette saga a suivi la victoire du candidat de centre-droit à l'élection présidentielle argentine de novembre 2015, Mauricio Macri. Son programme mettait en bonne place une résolution rapide du problème de la dette, qui a pesé lourdement sur l'économie du pays depuis 2001. Des négociations discrètes se sont rapidement engagées, jusqu'à ce que le juge de la District Court annonce en mars que, la position de l'Argentine ayant changé, il lèverait l'*injunction*

---

<sup>1</sup> Gulati, Mitu et Robert E. Scott. 2013. *The 3½ minute transaction, Boilerplate and the Limits of Contract Design*. Chicago : University of Chicago Press.

<sup>2</sup> Weidemaier, Mark C. 2013. Sovereign debt after *NML v Argentina*. *Capital Markets Law Journal*. 8 (2), pp. 123-131.

le 30 avril 2016.<sup>3</sup> L'objectif était de permettre au pays d'accéder de nouveau aux marchés de capitaux américain et donc d'envisager une large émission, ouvrant la porte à un règlement final du différend avec les investisseurs minoritaires. D'un côté, le gouvernement fédéral a pu émettre 19,5 milliards de dollars pour apurer sa situation extérieure, notamment avec NMN. De l'autre côté, les investisseurs avaient été incités à trouver au plus vite un accord avec l'Argentine, ce qui a été fait, avec une décote finale de 25%. Une série d'accords séparés avec de plus petits groupes de créanciers ont suivi au cours des mois suivants, notamment par voie d'arbitrage. Les émetteurs publics et privés argentins ont donc pu revenir sur les marchés de capitaux et normaliser leurs relations avec les banques internationales.

### **Conclusions intermédiaires**

Les leçons immédiates de cette longue affaire sont relativement aisées à tirer. D'abord les créanciers minoritaires, notamment les *vulture funds*, ont atteint leur objectif. Les créanciers qui ont accepté l'échange de créances ont reçu 30% environ de la valeur faciale des titres, alors que les investisseurs minoritaires ont obtenu finalement 75%. Le plus gros et le plus connu d'entre eux, NML, a fait au total une plus-value de 392% sur son investissement initial. Ensuite, il est probable que cet épisode aura une influence durable sur les restructurations de dette souveraine, sans que la direction d'ensemble soit encore bien établie. En effet, dans deux décisions ultérieures – *White Hawthorne et al. v the Republic of Argentina* (22 décembre 2016), et *Ajdlar v Province of Mendoza* (11 mai 2018) – la cour de New York South District a qualifié le jugement rendu dans le cas NML : c'est l'adoption par l'Argentine d'une loi interdisant toute négociation avec les créanciers minoritaires qui justifiait les moyens exceptionnels qui leurs étaient donnés. Cette loi ayant été abolie, le principe majoritaire retrouvait de sa puissance.<sup>4</sup> Cela étant, cet argument n'avait pas été utilisé préalablement : il s'est ajouté à la discussion sur le tard.

A l'avenir, beaucoup dépendra donc de l'interprétation qui sera donnée du jugement de la Cour d'Appel de New York de 2014, puis des deux jugements ultérieurs. La rédaction des contrats pourra elle aussi évoluer. Reste qu'aujourd'hui nous ne sommes pas dans un régime stable de restructuration des dettes souveraines, au sens où ces opérations seraient désormais encadrées par un ensemble de règles cohérentes, aux effets prévisibles et qui seraient orientés vers une résolution ordonnée des défauts de paiement. Pour le moment, le résultat est une règle du jeu incertaine, longue, coûteuse, ouverte aux stratégies dilatoires et dans laquelle les pressions exercées sur l'économie du pays débiteur sont un instrument majeur dans les mains des créanciers. La décision de placer l'Argentine en « défaut sélectif », en juillet 2014, est à cet égard exemplaire, puisqu'elle impliquait immédiatement des difficultés majeures pour le financement du commerce extérieur du pays. Le fait même d'avoir à passer par une telle épreuve de force entre des investisseurs minoritaires et un Etat souverain est lourde de menace pour le futur. Ces normes nouvelles sont donc dangereuses aussi pour les marchés de capitaux, dont la capacité à résister à une longue série de défauts n'est nullement assurée. Rappelons, pour prendre un exemple classique, que la série des défauts souverains de 1931-1933, à une époque où n'existait aucun cadre structuré de restructuration, n'a été résolue qu'au début des années 1950.

### **La règle de faillite**

Au-delà de ces considérations relatives aux effets possibles de ce «non-système », il est frappant aussi de constater à quel point il est étranger à toute règle ou toute norme relevant de la logique

---

<sup>3</sup> See Araya ; Tomas M. 2016. A Decade of Sovereign Debt Litigation : Lessons from tge NML v Argentina Case and the Road Ahead. *Business Law International*. 17 (2), pp. 83-101. Buccheit, Less C. et Mitu Gulati. 2017. Restructuring Sovereign Debt after *NML v Argentina*. *Capital Markets Law Journal*. 12 (2), pp. 224-238.

<sup>4</sup> Buccheit L. and de la Cruz A. 2018. The pari passu fallacy – *requiescat in pace*. *International Financial Law Review*. 37 (2), pp. 32-33.

de faillite, conçue comme une action collective des créanciers agissant sous la protection de la justice et avec ses garanties d'exécution. Bien sur, tout le monde sait qu'il n'existe pas d'autorité supranationale, similaire à celle d'un juge souverain, qui puisse suspendre l'exécution des contrats privés passés sous diverses juridictions, puis coordonner les créanciers et enfin confirmer leurs décisions – notamment face à la résistance de créanciers minoritaires. Une telle autorité s'inscrit dans cet axe central de tout régime juridique libéral constitutionalisé, dans lequel se régule la relation critique entre la souveraineté et le contrat, plus généralement entre espaces public et privé. C'est pourquoi la procédure de faillite ne peut pas être entièrement privatisée. Reste ce point décisif : dans sa forme classique, le juge de faillite confirme le vote de la majorité qualifiée des créanciers et leur donne des moyens d'exécution puissants, en particulier face aux minoritaires. Toutefois, en bonne doctrine, ce n'est pas le vote qui fait la décision : il ne fait qu'indiquer ou révéler à l'attention du juge quelle est probablement la moins mauvaise des issues à la défaillance du débiteur commun.

On voit alors que le jugement de la Cour d'Appel de New York dans l'affaire *NML* ne se contente pas de tirer à minima les conséquences de l'absence d'un juge supranational. Il infirme aussi ce principe ancien sur lequel se fonde le double principe d'efficacité économique et d'équité distributive qui légitime cette institution extraordinaire qu'est une règle de faillite. Pour résumer, le débiteur est un *going concern* sur lequel seul le collectif des créanciers est en mesure de porter un jugement légitime. Détruire ce collectif, ou affecter lourdement sa capacité à s'exprimer, risque dès lors de produire des conséquences coûteuses et contestables. D'abord, le chacun-pour-soi peut rapidement produire le résultat le moins efficace (le démantèlement de la firme par les créanciers), et le moins équitable (les premiers arrivés sont les seuls servis).

Mentionnons enfin ce dernier point, qui pose lui aussi une question de légitimité, à caractère plus directement politique : dans une économie de marché, la règle de faillite est aussi la butée finale sur laquelle vient s'arrêter l'effet du contrat de dette. Le Législateur, instruit sans doute par l'expérience historique, sait que tout contrat de dette laissé à lui-même peut produire de l'oppression - servitude pour dette, *indentured servitude*, *coolie labour*, *loan sharks*. Toutes choses égales par ailleurs (et elles sont certes nombreuses), le non-régime actuel en matière de dettes souveraines soulève des problèmes similaires. Causer délibérément un tort manifeste à l'économie du pays débiteur pour satisfaire les droits de créanciers très minoritaires, peut s'apparenter à une problématique de ce type – toutes choses égales par ailleurs. Alors même que la norme contractuelle n'a sans doute jamais été aussi puissante en matière de dette souveraine, il reste très difficile d'identifier la règle qui viendrait l'équilibrer en prenant cette place si contestée où trône, classiquement, au plan interne, la faillite. Il serait faux toutefois de limiter cette discussion à l'alternative tranchée entre la faillite classique, conduite au nom du souverain, et la problématique de la dette souveraine dont les défauts se réglerait hors de toute cadre institutionnel contraignant. Deux exemples peuvent être apportés à l'appui : le premier présente un caractère historique et heuristique, le second se rapproche substantiellement de la présente discussion.

### ***Le trust anglais et les faillites privées, 17<sup>ème</sup>-18<sup>ème</sup> siècles.***

Les dilemmes soulevés par le vote majoritaire des créanciers face à la défaillance de leur débiteur commun n'a rien en effet de nouveau. Il traverse toute l'histoire du droit des faillites, avec ce constat supplémentaire que le principe d'une intervention dans les droits contractuels des minoritaires est la norme depuis le Moyen-Age, avec une seule exception majeure – l'Angleterre dans sa phase de développement préindustriel. A l'origine de cette divergence, un statut de 1621 interdit, justement, le vote majoritaire dans la procédure de faillite et oblige donc à l'unanimité les parties qui souhaitent passer un accord de continuation, ou de concordat, avec le débiteur.<sup>5</sup> L'adhésion volontaire est donc devenue la règle jusqu'au milieu du 19<sup>ème</sup> siècle, dans une

---

<sup>5</sup> Sgard J. 2016. Courts at work: Bankruptcy Statutes and Private Ordering in England (17th-18th century). *Journal of Comparative Economics*. 44 (2), pp. 450-460.

négociation qui, dès lors, se tenait en dehors de la procédure de faillite, donc en dehors de toute protection judiciaire. Corollaire, des entreprises viables mais victimes d'un choc de liquidité et incapables de coordonner leurs créanciers, pouvaient être mises en liquidation. De même, les entrepreneurs eux-mêmes pouvaient très vite se retrouver en prison pour dette. Une solution très originale, et spécifiquement anglaise, a été développée lentement à partir des années 1670 et entérinée par les cours de justice, par voie de précédents. Son cœur est l'adoption ou le recyclage de l'institution du *trust*, attachée jusque-là au droit de l'héritage et de la propriété foncière : à partir de la fin du 17<sup>ème</sup> siècle, les créanciers se sont saisi du *trust* et en ont fait un véhicule pour réunir les actifs de l'entreprise en difficulté, restructurer son passif et donner à l'ensemble une gouvernance durable, contrôlée par les débiteurs. Le *trust*, de cette manière, devenait l'enveloppe d'une nouvelle entreprise dont l'exploitation servait leurs intérêts.

Restait toutefois, au cœur de ce dispositif, le principe de l'adhésion volontaire de chaque débiteur, imposé par le statut de 1621. On retrouve ici une problématique similaire à celle de la dette souveraine, où l'absence d'une juridiction souveraine rend difficile la construction d'une procédure collective rationnellement orientée vers la résolution du défaut. Sauf que le *trust* anglais reconnaissait fortement la présence d'un bien commun et la nécessité d'une structure de gouvernance adéquate: au-delà de l'adhésion individuelle et volontaire, une fois les parties réunies dans le *trust*, des règles du jeu assez sophistiquées régissaient le *going concern*, structurées par un principe fort d'action collective et de réduction méthodique de l'arbitraire individuel. Ceci donnait à la nouvelle firme sa cohérence et sa capacité à être gérée durablement, dans l'intérêt des parties. Ici l'adhésion volontaire des parties identifiait et légitimait le plus fortement qu'il soit la présence d'un bien commun, formé ensemble par les parties, et appelant une gouvernance forte. Toutes choses égales par ailleurs, cette dimension pragmatique est aujourd'hui essentiellement absente de la discussion sur la dette souveraine, sauf à regarder le modèle multilatéral suivi par le FMI pendant la crise de la dette des années 1980.

### ***La restructuration des dettes souveraines dans les années 1980.***

Ouverte en 1982 par le quasi-défaut du Mexique, cette crise a touché des dizaines de pays en développement et elle a vu se succéder 109 restructurations jusqu'en 1989. Cette année-là, le Plan Brady a permis de réduire la valeur de cette dette bancaire de 25% à 40% et de l'échanger contre des titres négociables (les *Brady Bonds*). Tout au long de la décennie, l'acteur principal était donc le FMI, qui se posait comme une tierse-partie, intercalée dans le conflit sur la dette et affichant une présomption ou une prétention de neutralité.<sup>6</sup> Cependant, dans la négociation et la prise de décision, le Fonds n'était pas tant placé « au-dessus » des parties, que « entre elles ». Et ce qu'il faisait là était très complexe : il agissait à la fois comme un broker musclé entre Etats débiteurs et banques créancières, comme expert en politique économique, comme le financier des pays en crise, et enfin comme le garant à moyen terme des accords conclus par les parties (à travers la surveillance de la conditionnalité). Cela étant, *in fine* la justification de cette intervention composite reposait bien sur son orientation vers un bien commun: la résolution négociée de chaque défaut, permettant d'accélérer la stabilisation économique du pays débiteur, son retour dans les marchés puis le principe d'une certaine continuité dans le traitement des multiples pays concernés, à partir de 1982. C'est ce qu'on appelait respectivement, dans le langage du FMI, les principes du « partage du fardeau » et de la « comparabilité de traitement » : des termes certes un peu mous, mais qui renvoyaient *in fine* au caractère multilatéral de l'action du FMI, une dimension qui est entièrement absente du « non-régime » actuel

Pendant toutes ces années la décision finale sur chaque restructuration ne relevait donc ni d'un jugement, ni d'un arbitrage, ni de la proposition ferme et amicale d'un médiateur. Il s'agissait plutôt d'une transaction, un *settlement*, obtenu sous la pression et avec la garantie du FMI, et

---

<sup>6</sup> Sgard J. 2016. How the IMF Did It? Sovereign Debt Restructurings during the 1980s. *Capital Market Law Journal*, 11(1), pp. 103-125.

encadrée par une règle de décision très originale : un droit de veto mutuel des trois acteurs sur l'accord final. Ainsi, le FMI pouvait rejeter l'accord financier sur la dette s'il considérait que les banques n'avaient pas apporté assez de concessions, ce qui menaçait le succès du plan d'ensemble. Inversement, les banques pouvaient rejeter un accord sur la politique économique qu'elles jugeaient trop mou, peut-être en raison de considérations politiques ou géopolitiques. Et puis le pays devait accepter formellement ces deux accords, qui faisaient donc ensemble un tout dans lequel chacun apportait sa contribution. Enfin, à travers l'exercice de la conditionnalité, le crédit du FMI servait de levier pour s'assurer que le pays respecterait sa part des engagements – la mise en œuvre d'une « bonne » politique économique.

Cette règle de procédure ne présentait donc aucune dimension juridictionnelle. D'ailleurs, elle allait de pair avec un exercice assez vigoureux du rapport de force par le FMI envers les pays endettés et les banques commerciales. Un juge ou un *trustee* ne ferait pas cela, sinon il détruirait sa légitimité et n'obtiendrait pas de résultat.<sup>7</sup>

Autre corollaire, le régime de restructuration des années 1980 était largement non-légal : les clauses adhoc inscrites dans les contrats de dette initiaux, les normes de droit international privé ou les droits nationaux applicables aux différents contrats étaient systématiquement suspendus ou contournés. Même les *Articles of Agreement* du FMI, issus de la Conférence de Bretton Woods, ont été ignorés lorsqu'on a admis (certes informellement et de manière jamais écrite) que la décision de prêter à un pays-membre pouvait être de facto soumise au veto d'un groupe de banques commerciales, lui-même sans existence légale – ce qu'on appelait les *Steering Committees* ou les Clubs de Londres.

### ***Comment le FMI négocie avec les souverains***

Essayons toutefois de mieux caractériser cet espace procédural extraterritorial, mis largement hors de portée de toute norme substantive externe, peu formalisé mais non pas anarchique, et doté enfin d'une règle de décision et d'exécution. En fait, ce *for* dans lequel se négociaient et se résolvaient les conflits sur la dette souveraine n'était pas le FMI comme tel, ni non plus une instance adhoc que ses patrons auraient créée dans son ombre et sous leur influence diffuse. En fait, cet espace était *en tant que tel* le Stand-By Agreement, c'est-à-dire cette transaction curieuse, sans pareil, inventé et développé par le Fonds Monétaire à partir de 1953 dans lequel les parties fixent d'abord leurs engagements réciproques (notamment l'apport de liquidité au pays et la conditionnalité) ; après quoi elles décrivent les règles de leurs interactions ultérieures (paiement des tranches successives du crédit, échange d'information, consultation sur les cibles de politique économique) ; enfin elles entérinent des clauses conditionnelles de suspension ou de renégociation de l'accord, en cas de divergence par rapport aux engagements pris.

Voici toutefois le point qui nous rapproche de notre discussion présente, mais de notre apparté sur le trust anglais: Joseph Gold, le père fondateur de la doctrine légale du FMI et le principal architecte du Stand-By, a souvent souligné que contrairement à ce que suggère le vocabulaire courant, *le Stand-By Agreement n'a pas une nature contractuelle*. Ce point de principe s'exprime notamment dans le fait que les deux parties s'engagent séparément et successivement, donc unilatéralement, sur les termes de leur transaction.<sup>8</sup> Le pays en crise envoie une *Lettre d'Intention*, qui formalise la conditionnalité, et le FMI annonce l'accord Stand-By et met la somme prêtée à la disposition du pays. Ainsi, aucun texte n'est jamais signé par les deux parties conjointement. C'est une transaction, dit Gold, mais ce n'est pas un contrat.

---

<sup>7</sup> Alter, Karen. 2008a. Agents or Trustees? International Courts in their Political Context. *European Journal of International Relations*. 14 (1), pp. 33-63

<sup>8</sup> Gold, Joseph. 1963. The Law and Practice of the International Monetary Fund with Respect to 'Stand-By Arrangements'. *The International and Comparative Law Quarterly*. Vol. 12 (1), pp. 1-30.

Gold justifiait ce principe par le fait que la conduite de la politique économique et financière d'un emprunteur souverain est bien trop complexe, et elle est exposée à bien trop d'influences et de chocs externes, pour que la notion dure d'un engagement contractuel puisse s'appliquer. Tout écart à la lettre de l'accord initial devrait en effet appeler des conséquences juridiques, et éventuellement des sanctions, qui aurait donné une rigidité excessive, voire dangereuse, aux relations normées entre les parties, dans la durée de vie du *Stand-By*.<sup>9</sup> En somme, il fallait prendre compte du contexte économique dans lequel agit le souverain et intégrer le fait que que la rupture et la sanction doivent être évitées à tout prix : le retour à la négociation et à la transaction bilatérale doit rester l'option normale, sans aucune contrainte normative externe, quelles que soient les difficultés rencontrées. C'est pourquoi le FMI a toujours écarté le recours à des procédures d'arbitrage pour résoudre des différends avec des Etats-membres, de même qu'il ne demande jamais la confirmation des accords *Stand-By* par les Parlements nationaux ou les Cours Suprêmes. Ces initiatives auraient en effet donné une rigidité inutile à cette règle du jeu bilatérale que formalise le *Stand By*.

Bien sûr, tout ceci allait (et continue d'aller) de pair avec un recours généreux au rapport de force, à la dissimulation et aux ruses de la négociation. Dit autrement, le *Stand By* est une transaction dont les formes et les séquences sont ajustée aux modes d'action réalistes de l'Etat souverain sur la scène internationale : indépendant de tout autorité supérieure, calculateur et opportuniste. Le Fonds interagit donc exclusivement avec les pouvoirs exécutifs (et les Banques centrales) qu'il tente de placer dans une règle d'interaction, incluant un soutien extérieur parfois important, et qui est orientée vers la résolution à terme d'un problème macroéconomique ou financier. Tout est dans l'*outcome*, les moyens passent à l'arrière-plan, de même que le cheminement qui conduit au résultat espéré. C'est pourquoi, en particulier, l'idée d'un respect littéral (ou d'une *compliance*) de la *Lettre d'Intention*, n'a aucun sens.

C'est dans ce cadre très curieux, mais déjà éprouvé, qu'ont pris place les restructurations de dettes au cours des années 1980. Les banques commerciales, avec tous leurs crédits en défaut, ont été cooptées dans cette arène si particulière, ce *for*, qui fait quelque peu écho à l'expérience ancienne du trust : construit et réglé par le FMI et mis à l'abri de toute interférence juridique externe, il servait depuis plus de trente ans de plateforme, ou de quasi-juridiction où il négociait, transigeait et manœuvrait face aux Etats-membres, se montrant lui-même réaliste et stratégique. La règle du triple veto signalait cette cooptation des banques dans ce cadre, en élargissant à une transaction triangulaire l'échange d'engagements unilatéraux par le Fonds et l'Etat-membre, dans le *Stand-By* classique. De manière significative, l'accord financier sur la dette, conclu entre le pays et le *Steering Committee* des banques, n'avait en soi aucune valeur juridique : sa portée se limitait à la relation triangulaire avec le FMI et à la pratique du triple droit de veto. Chaque banque créditrice devait ensuite confirmer les termes de cet accord dans le langage et les formes du droit des contrats, en particulier de leur droit d'application. C'est à ce moment-là seulement que les concessions accordées au pays endetté devenaient légalement contraignantes, s'inscrivaient dans le bilan de la banque et affectaient par exemple ses obligations fiscales ou réglementaires.

### ***Argentina v NML, rétrospectivement***

Telles sont donc les deux constats qui ressortent le plus fortement, lorsque l'on compare l'expérience des années 1980 et celle de l'Argentine : la marginalisation des règles et des considérations multilatérales, comme corollaire du passage sous la juridiction des cours de justice nationales; et puis le renforcement considérable des normes juridiques dures et en particulier de la norme contractuelle privée, dont le langage structure désormais toute la discussion sur les dettes souveraines. En somme, le principe régulateur de ces négociations est passé d'une norme faible de justice substantive, reposant sur l'idée d'une transaction encadrée par le veto mutuel, à

---

<sup>9</sup> Gold, Joseph. 1972. The 'Sanctions' of the International Monetary Fund. *The American Journal of International Law*. 66 (5), pp. 737-762.



une formalisation substantive et procédurale maximales, parce que confiée directement à l'appareil judiciaire américain.

Entre ces deux moments – le Mexique en 1982 et *NML* en 2014 – nous trouvons toutefois, en 2001, la tentative de créer une régime intermédiaire, ou mixte : la proposition d'un *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM), défendue par le FMI, aurait eu pour effet, en cas de défaut souverain, de transférer la juridiction sur les contrats de dette des places d'émissions vers une nouvelle autorité supranationale, en fait de type arbitral, logée au FMI et porteuse d'un certain nombre de garanties d'indépendance.<sup>10</sup> Ceci pouvait s'interpréter comme une tentative de construire une juridiction adhoc, protégée de l'intrusion des juges nationaux, dans laquelle auraient pu se retrouver les voies d'une résolution des défauts peu contrainte par des règles de droit substantif, et ouverte, implicitement, à l'appréciation subjective des arbitres et, sans doute, aussi, à la négociation ou à la transaction - comme dans les années 1980. Ceci était illustré notamment par le principe, défendu par le FMI à l'époque, qu'il serait partie lui-même de la délibération, à laquelle il apporterait son expertise et son jugement économique.

Cette proposition avait le grand avantage d'établir une règle de décision majoritaire et donc de contrôler le risque de prise en otage par des créanciers minoritaires. Mais plus généralement elle représentait a priori un point d'équilibre entre la demande de garanties procédurales des investisseurs privés et la difficulté à insérer des Etats souverains dans les déterminations rigides du droit des contrats. Après tout, ce n'est sans doute pas un hasard si depuis le début du vingtième siècle toutes les tentatives d'adapter les mécanismes d'arbitrage à la dette souveraine ont échoué ?

Cette proposition a toutefois été rejetée très vite par les acteurs financiers privés, qui n'ont pas voulu remettre leurs actifs entre les mains de cette juridiction supranationale, aux règles procédurales et substantives certes peu explicitées. A ce moment-là, au début des années 2000, l'emprise de la norme et du langage contractuels était déjà trop puissante pour autoriser l'adoption d'une telle instance. Le transfert des défauts souverains au juge national étant ainsi acquis, on a vu se déployer tous les effets d'un langage contractuel strict, directement ancré, dans le cas *NML*, sur le droit des contrats de l'Etat de New York. En somme, on fait l'hypothèse que les contrats de dette souveraine peuvent se lire et s'interpréter *en gros* comme un contrat privé. Ce n'est que lorsqu'on aborde la question des moyens d'exécution, les *remèdes*, que les dimensions internationale et souveraine ressortent avec force, comme on l'a vu avec la mobilisation directe du système de paiements américain.

Telle est *in fine* le paradoxe du non-régime actuel en matière de restructuration de dettes souveraines. D'une part, une lecture contractuelle stricte a été instrumentale dans la destruction de toute dimension multilatérale, perçue à juste titre comme impliquant une logique de déformalisation et de transaction, dans laquelle peuvent entrer des acteurs et des considérations extérieures à la stricte relation bilatérale. D'autre part, les règles du jeu actuelles, telles que les illustre le cas *NML vs Argentina*, témoignent la difficulté à limiter l'exercice de droits contractuels individuels, alors même que de telles bornes existent dans tous les droits nationaux. Ceci est illustré par la grande difficulté à faire droit à toute considération d'action collective entre créanciers, que ce soit au sein de chaque émission de dette ou bien entre elles. Toute aussi lourde de conséquence est l'absence de toute limite, ou de toute butée normative, dans les moyens mobilisables pour défendre le créancier minoritaire. La disproportion entre la valeur de sa créance et les coûts pour l'Argentine du défaut forcé de juillet 2014 restera pour cette raison une illustration frappante de cette règle à la fois indéfendable et dangereuse. Ainsi, à l'enjeu de la décision collective s'ajoute une considération seconde, relative à l'identification du bien commun, ou du *going concern*, qui est l'objet de cette négociation.

---

<sup>10</sup> IMF. 2002. The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations.. Prepared by the Legal and Policy Development Reviews Departments. 27 November, 76 pages.

Chacun à sa manière, le trust anglais au 18<sup>ème</sup> siècle et la méthode multilatérale des années 1980 reconnaissent cette dimension complexe de l'objet lui-même, au-delà de la procédure - l'incertitude macroéconomique, l'économie politique domestique, le réalisme souverain, mais aussi la variété des intérêts des débiteurs ou encore les considérations de supervision bancaire. Ce lieu de l'agrégation des intérêts et de leur négociation est aujourd'hui extrêmement difficile à identifier et à réguler. Peut-être était-ce justement ce constat qui justifiait le refus de Joseph Gold de considérer le Stand-By comme un contrat, mais aussi celui les nombreux juristes anglais lorsqu'ils excluaient que le trust ait le caractère d'un contrat.