

L'adoption des clauses d'actions collectives dans les obligations souveraines européennes

Bénédicte Serbini

Volume 88, Number 4, December 2012

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1023799ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1023799ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Serbini, B. (2012). L'adoption des clauses d'actions collectives dans les obligations souveraines européennes. *L'Actualité économique*, 88(4), 479–497. <https://doi.org/10.7202/1023799ar>

Article abstract

This article aims to examine the functioning of the third pillar of the future European Stability Mechanism (MES), on the procedure of sovereign debt restructuring with private creditors. We offer an overview on Collective Action Clauses (CAC), mechanism that must quickly achieve an agreement between private creditors and the government, and wonder about the CAC to introduce in European sovereign bonds, in order that this type of mechanism is as efficient as possible.

L'adoption des clauses d'actions collectives dans les obligations souveraines européennes

Bénédicte SERBINI

LEAD EA 3163

Université du Sud, Toulon-Var

benedicte.serbini@univ-tln.fr

RÉSUMÉ – Cet article propose de revenir sur le fonctionnement du troisième pilier du mécanisme européen de stabilité (MES), relatif à la procédure de restructuration de dette souveraine avec les créanciers privés. Nous proposons un état des lieux sur les clauses d'actions collectives (CAC), mécanisme qui doit permettre d'obtenir rapidement un accord entre les créanciers privés et l'État, plus particulièrement nous nous interrogeons sur les formes de CAC à introduire dans les obligations souveraines européennes, afin que ledit mécanisme soit le plus efficient possible.

ABSTRACT – This article aims to examine the functioning of the third pillar of the future European Stability Mechanism (MES), on the procedure of sovereign debt restructuring with private creditors. We offer an overview on Collective Action Clauses (CAC), mechanism that must quickly achieve an agreement between private creditors and the government, and wonder about the CAC to introduce in European sovereign bonds, in order that this type of mechanism is as efficient as possible.

INTRODUCTION

La restructuration de la dette souveraine grecque a été instructive à plus d'un titre pour le fonctionnement du MES, entré en vigueur le 27 septembre 2012.

Premièrement, le caractère volontaire de la participation des créanciers privés dans la procédure de restructuration est problématique, dès lors que leur taux de participation est faible, car susceptible de faire échouer l'accord. Dans le cas de la Grèce, un minimum de 95 % de participation des créanciers était nécessaire pour ramener le ratio dette publique/PIB à 120% d'ici 2020, condition nécessaire pour valider le second plan d'aide. Cependant, le risque de réalisation d'un faible taux de participation a poussé le gouvernement hellène à introduire rétroactivement

des CAC¹ dans leurs obligations, afin de contraindre les investisseurs susceptibles de refuser l'accord de restructuration. Ainsi, l'activation des CAC a porté le taux de participation à 95,7 %, et a permis d'entériner l'accord portant sur un abandon de 107 milliards d'euros, soit une décote de 53,5 %. Cette décision et la mise en place du MES relancent le débat sur le bien-fondé et la modalité de leur utilisation. Partant, la question posée est : quelles sont les formes de CAC à introduire dans les obligations souveraines européennes ?

Deuxièmement, l'échange d'obligations souveraines grecques détenues par la Banque centrale européenne (BCE) par le biais du Fonds européen de stabilité financière (FESF)², avant celui entre les créanciers privés et le gouvernement hellène, montre qu'il est important d'établir une hiérarchisation des créanciers plus complète que celle prévue jusqu'à présent. L'ordonnement des créanciers consiste à établir la priorité des remboursements. Dans le cadre d'un défaut souverain, contrairement à celui d'une entreprise, ce principe n'existe pas officiellement, pourtant il est couramment admis que le remboursement des prêts du FMI est prioritaire sur celui des autres institutions multilatérales, et celui des créanciers privés. Avec l'instauration du MES, elle l'est *de jure*, puisque le second pilier du mécanisme stipule que les prêts du MES bénéficient du statut de créance privilégiée après ceux du FMI. Néanmoins, nous pensons qu'il est nécessaire de définir le rang des créances de la BCE. L'échange d'obligations du 17 février 2012 corrobore notre point de vue. Cette option se justifie dès lors que la BCE acquiert des obligations non pas dans le but de spéculer sur le défaut d'un État membre, mais pour lui porter assistance.

Le but recherché par l'introduction des CAC dans les obligations souveraines est de donner les mêmes incitations que celles des lois de faillites nationales. Aujourd'hui, il est acté que l'ensemble des pays membres de l'Union européenne (UE) devront les insérer, de par l'activation du MES. En les rendant obligatoires, l'UE reprend l'idée de Geithner *et al.* (2002) consistant à conditionner l'assistance financière aux États qui les adoptent. En outre, en faisant de la restructuration un pré requis pour obtenir une aide, l'UE réaffirme l'intérêt des politiques de *bail-in*

L'article se présente comme suit. La première section définit les CAC. La seconde section revient sur la première vague de généralisation des CAC au début des années 2000. La troisième section présente un modèle de CAC pour les obligations souveraines européennes, assortie d'une réflexion sur les comités de créanciers privés. Enfin, nous concluons.

1. Selon la législation grecque, le seuil de vote de la clause d'action à la majorité qualifiée est de 66 2/3 % (Buchheit et Gulati, 2010).

2. La BCE détenait entre 40 et 55 milliards d'euros d'obligations souveraines grecques. En renonçant à être entièrement remboursée, la BCE n'a pour autant réalisé aucune perte. En effet, le prix d'acquisition des titres étant compris entre 85 % et 90 % de la valeur nominale, la BCE avait seulement déboursé 35 à 48 milliards d'euros, montant qu'elle souhaitait récupérer. Le manque à gagner pour la BCE était donc de 5 à 7 milliards d'euros, ce qui représentait un allègement de dette de 1,5 % pour la Grèce. Cependant, la BCE n'était pas en droit, constitutionnellement, de traiter directement avec la Grèce. L'échange nécessitait donc une tierce partie : le FESF. Ce dernier reprit les obligations de la BCE, en échange la BCE obtint des titres du FESF. Parallèlement, le FESF revendit les obligations à crédit à la Grèce. *In fine*, le coût fut nul pour la BCE et le FESF.

1. LES CLAUSES D'ACTIONS COLLECTIVES : LA RÉHABILITATION D'UNE VIEILLE IDÉE

L'impasse que constitue la gestion des crises de dette souveraine oblige régulièrement le secteur public à renflouer le secteur privé. En intervenant en premier, le secteur officiel permet à l'État en difficulté de libérer une partie de ses recettes pour répondre aux revendications de ses créanciers (Krueger, 2001). L'importance des renflouements, couplée à sa récurrence, conduit à penser à un possible épuisement des ressources du FMI (Portes, 2004).

Le débat concernant la construction d'une loi de faillite supranationale calquée sur le chapitre onze du code américain des faillites et l'introduction de provisions contractuelles dans les obligations peut être mis en parallèle avec les turbulences financières du dix-neuvième siècle rencontrées par les sociétés américaines de chemins de fer et leurs créanciers, (Buchheit et Gulati, 2002). À l'époque, trois options furent étudiées. La première consistait à amender la loi américaine sur les faillites afin de permettre une réorganisation des compagnies insolvable, et non plus une liquidation pure et simple. *In fine*, cette proposition fut adoptée et devint la première incarnation du chapitre onze. La deuxième proposait l'introduction de provisions contractuelles dans les titres autorisant une restructuration de la dette, dès lors qu'une *supermajorité* de créanciers avait donné son consentement. La dernière était la restructuration de la dette sous l'autorité d'une cour civile. Aujourd'hui, la deuxième solution est synonyme de CAC, alors que la troisième est à rapprocher du tribunal international de faillite souveraine, ou du mécanisme de restructuration de dette souveraine (MRDS)³. Au milieu des années 1990, le secteur officiel décida donc de réhabiliter la deuxième solution pour améliorer les procédures de restructuration de dette souveraine.

Les CAC recouvrent les provisions incluses dans les contrats de dette régis par la loi britannique⁴. Elles ont pour but de faciliter les restructurations de dette souveraine, en permettant à une majorité qualifiée de créanciers (75 %, en général) de modifier les termes du contrat de dette. Contrairement à la loi britannique, la loi de l'État de New-York n'autorise pas ce type de provisions, il faut donc l'accord de la totalité des créanciers pour amender le contrat. Lorsque le secteur officiel préconise la généralisation des CAC, cela équivaut à les inclure dans les contrats de dette régis par la loi de l'État de New-York.

Les CAC sont généralement au nombre de quatre : la clause d'action à la majorité qualifiée (action collective), la clause de partage, la clause d'exécution et la clause d'engagement (représentation collective), mais d'autres provisions peuvent être synonyme de CAC, telles que la clause d'agrégation et la clause de privation de

3. Avant leur généralisation effective en 2003, une autre voie a été explorée sans succès, le mécanisme de restructuration des dettes souveraines (MRDS). Pour une étude approfondie, cf. Krueger (2002), « *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring* ». Pour une actualisation de l'analyse, cf. Gianviti et al. (2010), « *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal* ».

4. Les CAC sont présentes dans les contrats obligataires britanniques dès les années 1870, dans un premier temps dans les obligations *corporate*, puis dans un second temps dans les obligations souveraines.

droit de vote. Selon le communiqué officiel du 28 septembre 2002 du Comité monétaire et financier, une obligation souveraine est porteuse de CAC si le contrat comporte une clause d'action à la majorité qualifiée et une clause d'exécution. En orientant la restructuration de la dette souveraine vers l'approche contractuelle, les décideurs et les chercheurs s'intéressent particulièrement à la résolution des problèmes de représentation collective (de type administratif) et d'action collective (de type comportemental).

1.1 *Les problèmes de représentation collective*

Lors d'une restructuration, il est souvent difficile de réunir l'ensemble des créanciers, qui plus est dans un délai relativement court. Les pays débiteurs font face à une multitude de créanciers peu homogènes et identifiables. Afin de coordonner les discussions et les actions, il est judicieux d'inclure une clause de représentation collective, soit d'identifier un seul interlocuteur.

1.2 *Les problèmes d'action collective*

L'obtention d'un accord entre le débiteur et ses créanciers implique de réduire les stratégies de cavalier solitaire. La conclusion d'un accord est maximisée par l'introduction de la clause d'action à la majorité qualifiée (*versus* consentement unanime). En effet, lors d'un processus de restructuration, les détenteurs d'obligations se retrouvent face à un jeu du type dilemme du prisonnier. Il peut être rationnel d'un point de vue individuel pour chaque détenteur de demander un paiement total de leurs créances au pays débiteur. Par conséquent, chacun va être tenté de devancer l'autre, ce qui conduit à une solution non coopérative correspondant à un équilibre de Nash, mais non à un optimum de Pareto. En agissant individuellement, les détenteurs finissent par recevoir moins que s'ils avaient tous coopéré, car toute vente d'obligations dans l'urgence risque alors de réduire la valeur globale de l'offre. Les choix rationnels individuels n'entraînent pas une situation rationnelle pour l'ensemble des détenteurs. La solution coopérative est préférable, mais elle pose le problème du respect des engagements pris. Nous pouvons aussi parler d'effet d'agrégation qui définit un processus par lequel le résultat collectif d'actions individuelles non concertées est différent de celui souhaité à l'origine par les agents économiques. Si le résultat s'avère contraire, nous parlons d'effet pervers, ce qui est le cas d'une stratégie de cavalier solitaire.

Néanmoins, les CAC admettent certaines limites lesquelles peuvent être divisés en deux niveaux d'analyse différents : la coordination des détenteurs d'émissions obligataires différentes et les types de dette concernés par les CAC.

1.3 *La coordination intercréancier*

Les CAC répondent au problème de l'action collective qui existe entre les détenteurs d'une même émission obligataire, non à celui existant entre les détenteurs

d'émissions obligataires différentes (Eichengreen et Mody, 2003). L'organisation et la coordination des créanciers privés, sur une base décentralisée, sont problématiques. Il est quasi impossible de définir une position unique et de déléguer un pouvoir commun. Souvent, il existe un clivage entre les petits porteurs qui ont acheté leurs titres au pair et les fonds de pension qui les ont généralement acquis après le défaut à une valeur de marché très basse. Dans le cas d'un échange, les premiers enregistrent une perte, alors que les seconds obtiennent une « plus-value »⁵.

1.4 Le type de dette concernée par les CAC

À l'origine, les recommandations du secteur officiel visaient uniquement les obligations souveraines internationales, or un État restructure rarement une seule partie de sa dette. L'exemple de la Grèce corrobore cette idée, puisque l'accord de restructuration porte à la fois sur les obligations souveraines internationales et domestiques. Précisons que le MES oblige les États à inclure les CAC dans l'intégralité de leurs obligations souveraines⁶.

Le mécanisme des CAC a donc été adouci par le secteur officiel, afin d'encadrer les procédures de restructuration de dette souveraine de la manière la plus claire et prédictible possible. Pour autant, la généralisation des CAC aux contrats de dette régis par la loi de l'État de New-York ne commença qu'en 2003.

2. LES CLAUSES D'ACTIONS COLLECTIVES : UNE ADOPTION LENTE ET DIFFICILE

Les CAC furent envisagées dès 1995, mais leur possible utilisation rencontra peu d'écho, malgré les rapports officiels du G7 (1999) et du G10 (1996, 2002). Les créanciers privés, notamment américains, restèrent violemment opposés à la généralisation des CAC aux obligations souveraines régies par le droit new-yorkais; ils voyaient dans leur utilisation un mécanisme conduisant à l'érosion de leurs droits (Bratton et Gulati, 2004). Cependant, la crainte de voir le MRDS aboutir poussa les créanciers privés à reconsidérer le choix des CAC, *in fine* à l'appuyer (Haldane *et al.*, 2005). À leur tour, ils développèrent un modèle de CAC et le publièrent en mai 2002 « *Model Covenants for New Sovereign Debt Issues* »⁷. L'analyse en détail

5. À titre d'exemple, la dette de l'Argentine lors de son défaut en novembre 2001 était constituée de 146 émissions lesquelles recouvraient 7 devises, 8 lois de gouvernance et juridictions différentes (seulement 19 % du total émis sous CAC) et détenues par des États, des résidents (banques et fonds de pension), des non-résidents (fonds d'investissements américains) et des petits porteurs. Les créanciers institutionnels représentaient 56,5 % du total et les particuliers 43,5 %. Vingt-et-une associations de créanciers furent constituées et regroupées au sein du *Global Committee of Argentina Bondholders*, mais ce dernier ne fut jamais reconnu comme un interlocuteur privilégié (Sgard, 2005).

6. Le concept de MRDS élargissait son champ d'action aux prêts bancaires internationaux, à la dette bilatérale et à la dette souveraine domestique.

7. Les recommandations du secteur privé regroupent les travaux de sept associations privées : *Institute of International Finance* (IIF), *Emerging Markets Creditors Association* (EMCA), *Trade Association for the Emerging Markets* (EMTA), *Securities Industry Association* (SIA), *International Securities Market Association* (ISMA) et *Bond Market Association* (TBMA).

du rapport montre la divergence radicale d'avec celui du secteur officiel, symbolisée par le niveau excessivement élevé du seuil de vote à la majorité qualifiée, un minimum de 85 % étant vivement recommandé.

Les créanciers privés réfractaires à la généralisation des CAC avancèrent plusieurs arguments, dont l'examen en détail montre qu'ils sont infondés, voire non imputables à l'existence des CAC. Ainsi, l'argument de la hausse supposée de l'aléa moral⁸ du débiteur ne peut être validé dès lors qu'aucun pays ayant adopté les CAC n'a enregistré un défaut de paiement. Ensuite, l'insertion d'une clause d'exécution ne prive en aucun cas les investisseurs de la possibilité de poursuivre l'État en justice, sur une base individuelle. En effet, cette éventualité dépend du mode d'administration de l'émission obligataire⁹. Également, la défense d'un seuil de vote élevé (85 %, soit supérieur à celui retenu par la loi britannique, 75 %, le niveau standard) s'explique par la recherche d'un gain supplémentaire (Haeseler, 2011). En effet, un seuil de vote élevé garantit un pouvoir de négociation plus fort aux créanciers privés face à l'État, autrement dit une probabilité plus grande d'obtenir un accord favorable. Ici, le taux de recouvrement est une fonction croissante du seuil de vote. Enfin, la manipulation possible du processus de vote par l'État ne peut être prise au sérieux dès lors qu'il est possible d'inclure une provision qui exclut les titres détenus ou contrôlés par l'État de la restructuration. La crainte d'une manipulation repose plus sur le fait que les créanciers domestiques puissent participer à la restructuration. Ces derniers ne sont pas contrôlés par l'État, mais peuvent être fortement incités à accepter l'offre. Il faut noter que cet argument fut également partagé par le secteur officiel (Geithner *et al.*, *op. cit.*).

Les créanciers privés ne furent pas les seuls à être récalcitrants à l'introduction des CAC, les emprunteurs le semblèrent également notamment en raison d'une possible hausse du coût d'emprunt et des effets de signal.

2.1 La possibilité d'une hausse du coût d'emprunt

Théoriquement, le fait que les CAC produisent une garantie *ex ante* devrait se traduire par une augmentation du coût d'emprunt des pays, les investisseurs anticipant davantage l'occurrence d'un défaut. Des études empiriques ont tenté d'apporter un éclairage en évaluant ce surcoût. Une partie des études conclut que le choix de la juridiction (new-yorkaise *versus* britannique) n'a pas d'effet significatif sur la fixation du prix des obligations et/ou leurs rendements, que ce soit sur le marché

8. La garantie octroyée *ex ante* d'une restructuration facilitée *ex post* limiteraient les incitations au remboursement de la dette. Les investisseurs craignent donc l'occurrence d'un défaut opportuniste.

9. Dans un premier cas, particulièrement répandu à New-York, l'émission obligataire peut être administrée par un agent fiduciaire, qui n'a aucune relation avec les créanciers, autrement que pour effectuer les paiements. Dans un second cas, qui est la norme à Londres, le fiduciaire laisse la place à un mandataire. Celui-ci agit uniquement sur décision des créanciers. Il est donc impossible pour un créancier de poursuivre le débiteur sur sa seule décision. Il est également en charge des paiements.

primaire ou secondaire (Becker *et al.*, 2003; Gugiatti et Richards, 2003). Seuls Eichengreen et Mody (2004) constatent que les marchés mesurent un (faible) aléa moral pour les bons emprunteurs qui émettent des titres avec CAC, contrairement pour les mauvais emprunteurs. Leurs conclusions sont défavorables à la généralisation des CAC pour les mauvais emprunteurs. Or, ce sont principalement ces pays qui devraient adopter les CAC, car ils sont les plus à même de défaillir. Les échantillons à la base des études empiriques sont antérieurs à l'annonce du FMI, en 2002, préconisant la généralisation des CAC. Cependant, les réactions des marchés financiers aux premières émissions d'obligations souveraines internationales avec CAC, sous juridiction new-yorkaise, furent positives (Gelpern, 2003).

2.2 *Les effets de signal*

La présence de CAC enverrait un signal négatif aux investisseurs, correspondant à une détérioration de leur solvabilité, ce qui en retour entraînerait une défiance de ces derniers envers ce type d'actifs et une contraction des sources possibles de financement. Cet argument n'est plus valable si tous les pays les adoptent, d'une part, et si les CAC sont identiques, d'autre part, car à ce moment là nous sommes en présence d'un standard de marché, tel que c'est le cas à Londres.

Comment expliquer alors que le processus d'adoption des CAC ait été si long? Deux hypothèses sont retenues : la sous-estimation des externalités positives induites par la présence des CAC et l'existence des opérations de renflouement.

2.3 *La sous-estimation des externalités positives*

Les bénéfices octroyés par les CAC concerneraient davantage le secteur officiel que les emprunteurs et les prêteurs. En effet, des institutions comme le FMI sont à la fois créancier et tierce partie. L'adoption des CAC revêt donc un intérêt particulier, car en permettant une restructuration ordonnée et coordonnée des dettes, elles réduiraient les demandes de fonds auprès de ces institutions. Cet argument fut principalement soutenu par les pays membres du G10, très critiques à l'égard des dépenses du Fonds. L'ensemble des externalités positives ne sont donc pas suffisamment prises en compte par les États, notamment ceux qui pensent être peu à même de se retrouver en situation de défaut de paiement, d'où un ralentissement du processus de généralisation des CAC. Ainsi, aucun pays membre de l'UE n'accepta d'insérer des CAC dans ses obligations souveraines internationales au début des années 2000 (exceptions faites de l'Italie et du Royaume-Uni), car aucun ne pensa à l'éventualité de se retrouver en défaut de paiement. *In fine*, elles ont été incluses rétroactivement dans les obligations souveraines grecques afin de finaliser le premier épisode de la restructuration.

2.4 *Les opérations de renflouement*

Les CAC furent adoptées à l'origine pour limiter les interventions des institutions financières internationales (IFI), or les créanciers et les États s'accommodent assez

bien de leur assistance financière. Les créanciers obtiennent un taux de recouvrement maximal (sous cette configuration, ils ne sont pas contraints à davantage de responsabilité) et les États obtiennent de nouveaux crédits à des taux d'intérêt inférieurs au marché, quand bien même ces prêts sont conditionnés. Autrement dit, les opérations de renflouement déformeraient les incitations des emprunteurs et des prêteurs.

Le choix des CAC comme mode d'implication des créanciers privés dans la gestion des crises de dette souveraine n'a pas suivi un processus linéaire. Dans un premier temps rejetées, elles ont finalement été acceptées par peur de voir naître le MRDS. Aujourd'hui, la difficulté qu'a rencontrée le gouvernement grec à obtenir un accord de restructuration avec ses créanciers privés, compatible avec un niveau d'endettement soutenable, ainsi que l'entrée en vigueur du MES, relance le débat sur la généralisation des CAC.

3. QUELLES CAC INTRODUIRE DANS LES OBLIGATIONS SOUVERAINES EUROPÉENNES?

Le MES repose sur trois piliers. Le premier est la fourniture d'une assistance financière à un État membre de la zone euro, qui en fait la demande et dont les difficultés rencontrées sont susceptibles de mettre en péril la stabilité de la zone euro. La décision de secourir l'État sera prise à la majorité qualifiée (85%) sur la base d'une analyse de la soutenabilité de la dette de celui-ci par la Commission européenne et le FMI, en liaison avec la BCE. L'assistance financière sera conditionnée à la réalisation d'un programme d'ajustement macroéconomique. Le second concerne le statut de créance privilégiée dont bénéficiera un prêt du MES, et qui ne sera inférieur qu'à celui des prêts du FMI. Le dernier a trait à la procédure de restructuration de la dette souveraine. Dès lors qu'un État sera jugé insolvable, il devra négocier un plan de restructuration global avec ses créanciers privés, en conformité avec les pratiques du FMI, dans le but de revenir à un niveau d'endettement supportable. Si ces mesures permettent d'atteindre cet objectif, le MES pourra fournir une aide en matière de liquidités. Afin de faciliter ce processus, des CAC seront incluses. Selon la déclaration de l'Eurogroupe du 28 novembre 2010, les CAC « seront normalisées et identiques. Elles seront conformes à celles prévues par la législation au Royaume-Uni et aux USA depuis le rapport que le G10 a consacré à ce sujet et comprendront des clauses d'agrégation ».

Cette troisième section s'intéresse plus particulièrement au troisième pilier du MES. Ici, nous nous attacherons à présenter nos propositions de CAC pour les obligations souveraines européennes.

Nous notons une contradiction dans la déclaration de l'Eurogroupe entre le fait de prôner des CAC normalisées et identiques et le fait qu'elles soient conformes avec deux lois différentes. Bien qu'il soit possible maintenant qu'un contrat obligataire comporte les mêmes provisions quelle que soit la loi à laquelle il répond, pour autant certaines habitudes persistent. Ainsi, nous pensons qu'il est important que les CAC, incluses dans les obligations souveraines européennes, répondent uniquement à une

seule loi, de préférence la britannique car plus protectrice des stratégies dissidentes. En outre, la standardisation totale des contrats s'avère nécessaire car elle annule les divergences d'interprétation et les effets de signal qui peuvent être une source de coût additionnel pour les emprunteurs lorsque ces derniers souhaitent lever des capitaux auprès des marchés financiers (Cohen et Portes, 2003).

Notre réflexion s'appuie sur les propositions faites par le G10 et le secteur privé, et pour une plus grande visibilité nous gardons la classification opérée par ces deux organes¹⁰.

3.1 *La clause d'engagement*

La clause d'engagement a pour objet de favoriser le dialogue, la coordination et la communication entre le gouvernement et ses créanciers. Nous faisons le choix d'un mandataire pour administrer l'émission obligataire tel que le prévoit la législation du Royaume-Uni. Ce mandataire devra être élu par 75 % des porteurs, et non 66,67 % comme le recommande le G10, il nous semble inutile de multiplier les valeurs de seuil. Une réunion pourra être demandée à tout moment par l'émetteur ou le mandataire.

3.2 *La clause d'action majoritaire*

La clause d'action majoritaire est la plus importante du dispositif des CAC, puisque l'atteinte d'un certain seuil, fixé par l'emprunteur, permet de forcer les créanciers récalcitrants d'accepter l'accord. En effet, l'atteinte du seuil lie tous les créanciers, les porteurs réfractaires sont contraints de se plier à la décision du vote. Grâce à ce mécanisme, le gouvernement grec a réussi à restructurer une partie de sa dette détenue par ses créanciers privés. Il faut rappeler qu'avant l'utilisation des CAC, seuls 83,5 % des créanciers privés (85,8 % pour les détenteurs d'obligations de droit grec et 69 % pour les porteurs de titres de droit anglais) acceptaient les termes de la restructuration, ce seuil était insuffisant pour que la restructuration puisse produire les résultats escomptés, à savoir ramener l'endettement à 120 % du PIB d'ici 2020. L'insertion rétroactive des CAC permis de contrer les créanciers dissidents, ainsi de finaliser l'accord.

Conformément aux recommandations du G10 et à la législation du Royaume-Uni, nous optons pour un seuil de 75 %. Cependant, il ne suffit pas de choisir le seuil de vote, il faut également définir la base de vote à laquelle s'applique le seuil de 75 %, deux choix sont possibles : la base est définie soit par les créanciers, soit par le montant restant dû; et le quorum, absent généralement du droit de l'État de New-York, il est la norme sous la loi anglaise. De plus, faut-il rendre possible la modification à la baisse du quorum si un second vote est nécessaire?

10. Pour une analyse détaillée des recommandations du G10 et du secteur privé, voir l'annexe 1.

Concernant la conception de la base de vote, nous préférons opter pour le montant du principal restant dû, car elle nous semble plus équitable. En effet, dans le cas d'une base de vote définie par rapport aux créanciers, le seuil de vote s'applique à une base de créanciers indépendamment du montant de titres qu'ils détiennent. Par exemple, pour un seuil de 75 %, les termes du contrat pourront être amendés si 75 % des créanciers donnent leur accord. Or, à titre d'exemple, ces 75 % peuvent détenir 10 % du principal restant dû, comme 90 %.

Pour la suite, nous gardons l'hypothèse du montant du principal restant dû. En l'absence d'un quorum, le résultat sera le même sous la loi new-yorkaise et sous la loi britannique. En présence d'un quorum, comme c'est le cas pour les obligations régies par le droit britannique, les résultats diffèrent (cf. Encadré 1). Dans le cas d'obligations régies par le droit britannique, et d'un quorum égal à 75 %, le seuil de vote final sera de 56,25 %, et non de 75 %. Si un second vote est nécessaire, le taux final tombe à 18,75 %. L'avantage de cette double option est d'éliminer totalement le poids des créanciers récalcitrants. Néanmoins, nous pensons qu'il ne faut pas descendre en-dessous du seuil de 50 %. Pour parfaire cet objectif, ils existent deux alternatives. La première est de ne pas introduire de quorum. La seconde est de tenir compte d'un quorum au minimum égal à 66,67 %, seul niveau permettant d'assurer un taux final de 50%, mais de rejeter la possibilité d'abaisser le seuil si un second tour s'avère nécessaire.

3.3 La clause d'exécution majoritaire

La clause d'exécution majoritaire vise à empêcher qu'une minorité de créanciers ne puissent engager des actions légales entre la notification du défaut et l'obtention d'un accord de restructuration. Cette clause comprend cinq provisions, les deux premières renvoient à l'accélération des paiements, les trois dernières au contentieux. La modalité de fonctionnement que nous proposons est assez proche de celle issue des travaux du G10.

- L'accélération des paiements est possible dans les cas suivants : le défaut est avéré, à la demande du mandataire ou 25 % du principal¹¹.
- L'annulation de l'accélération est envisageable lorsque l'accord de restructuration est obtenu, ou 75 % du principal en font la demande¹².
- Le déclenchement du litige. Le mandataire, ou 25 % du principal, peut déclencher une action en justice dans les 90 jours qui suivent la notification du défaut.
- La poursuite et l'issue du litige. Il faut au minimum réunir 50 % des porteurs concernés par le litige.

11. Pour l'accélération et son annulation, le G10 retient une base de créanciers. Comme nous l'avons expliqué précédemment, nous préférons opter pour une base reposant sur le montant du principal restant dû.

12. Le G10 avance un seuil de 66 2/3 %.

ENCADRÉ 1

SEUIL DE VOTE ET QUORUM SOUS LES LOIS DE L'ÉTAT DE NEW-YORK ET DU ROYAUME-UNI

Soit un gouvernement empruntant 100 unités sous forme d'obligations souveraines. À l'échéance, il peut seulement rembourser 80 unités à ses créanciers.

Droit de l'État de New-York

Hypothèse : seuil de vote de 75 %.

Résultat : L'amendement des termes du contrat initial sera accepté si le seuil de 75 % du montant du principal restant dû est atteint, soit 60 unités.

Droit du Royaume-Uni

Hypothèses : seuil de vote de 75 %, seuil du quorum de 75 %

Résultat : En premier lieu, il faut que 75 % du montant du principal restant dû soit réuni (60 unités). En second lieu, le vote s'applique à ce 75 %. Autrement dit, pour un quorum et un seuil de vote de 75 %, le seuil final est de 56,25 %, soit 40 unités. Pour obtenir un taux final égal au seuil de vote, le seuil du quorum doit être égal à 100 %.

Hypothèses : seuil de vote de 75 %, seuil du quorum de 75 %, avec possibilité de l'abaisser à 25 % si un second tour est nécessaire.

Résultat : Au second tour, il faut que 25 % du montant du principal restant soit réuni (20 unités). Le seuil de 75 % s'applique à ces 25 %, soit un résultat final de 18,75 % (15 unités).

- La distribution des paiements : nous privilégions le principe du *prorata* comme le G10, qui stipule que le mandataire doit distribuer tout fond recouvré en % du principal.

3.4 La clause de privation des droits

Nous suivons les recommandations du G10 et du secteur privé qui convergent sur cette clause. Les obligations détenues ou contrôlées, directement ou indirectement, par ou au nom de l'émetteur ou une de ses institutions, doivent être exclues de la procédure de restructuration.

3.5 *La clause d'information*

La proposition du secteur privé nous semble plus complète et plus en accord avec le principe d'harmonisation, que celle du G10 qui préfère le cas par cas. Ainsi, le secteur privé préconise de souscrire au SDDS, de communiquer les prévisions du budget et de l'inflation à 12 mois, de préciser les accords de tout autre accord de restructuration et les relations avec le FMI, de transmettre les minutes du Club de Paris, ainsi que les détails de l'accord existant, enfin de fournir des informations au mandataire dès lors qu'un créancier le demande.

3.6 *La clause d'agrégation*

Souvent non incluse, alors même qu'elle semble être la garante d'une restructuration efficiente, ce type de clause reste perçu comme un moyen d'abaisser la capacité de négociation des créanciers et de saper leurs droits. Au-delà de cette simple opposition, il vient se greffer des problèmes d'ordre technique quant à l'application de cette clause. Sans clause d'agrégation, il se pose un double problème. Le premier est l'existence d'un rapport de force en défaveur du souverain face à la totalité de ses créanciers. Le second est un rapport de force en défaveur des créanciers les moins informés. Cette situation est propice à l'action des fonds vautours. Bien que leur poids soit souvent surestimé, nous ne pouvons réellement l'ignorer. Or, il ne faut pas perdre de vue l'objectif de départ de la généralisation des CAC, à savoir un partage équitable des responsabilités. Cette clause doit permettre l'agrégation de créances d'émissions différentes, afin de faciliter la restructuration de la totalité de la dette. En effet, un État défailit rarement sur une seule émission. Sans processus d'agrégation des créances, le processus de restructuration peut être ralenti dès lors qu'un groupe de créanciers obtient une position de blocage sur une ou plusieurs émissions. La dette est souscrite par un ensemble de créanciers, à l'intérieur duquel nous pouvons distinguer plusieurs catégories aux intérêts fortement divergents, qui le sont d'autant plus si l'État ne bénéficie pas/plus de la qualité « Investissement » par les agences de notation. Nous pouvons donc logiquement penser que la clause d'agrégation augmente le taux de pourcentage de la dette restructurée (Gianviti, 2003).

Il existe différentes approches de la clause d'agrégation. Nous évoquons les propositions de l'Uruguay et de JP Morgan (Bartholomew *et al.*, 2004).

3.6.1 *L'Uruguay*

En 2003, lorsque le pays restructura sa dette, il inclut dans ses nouvelles obligations des CAC comprenant, notamment, une clause d'agrégation. L'agrégation des créances est possible dès lors que deux émissions d'obligations sont concernées par la restructuration. Le processus est le suivant : dans un premier temps, il est nécessaire d'obtenir l'accord de 66,67 % des porteurs de chaque émission pour amender le contrat. Dans un second temps, il faut réunir 85 % des créanciers de l'ensemble des émissions pour modifier les termes du contrat. Néanmoins, Gianviti

(*op. cit.*) note que la provision, telle qu'elle a été conçue, limite les bénéfices de l'agrégation, et ce dans le but de réduire les risques induits par ce type de processus, tels que la discrimination des créanciers, la rigidité du processus de restructuration et la manipulation du processus de vote par l'emprunteur souverain.

3.6.2 JP Morgan

L'approche vise à agréger des titres qui ne contiennent pas de CAC. Les auteurs développent un mécanisme en deux temps. À la première étape, les créanciers échangent leurs obligations contre un *Interim Debt Claim* (IDC). Ce titre est le même pour tous les porteurs, il a donc le mérite de les aligner sur un même plan, et il est porteur de CAC. À la seconde étape, les IDC sont échangés contre les obligations restructurées. Le mécanisme proposé permet d'assurer l'équité entre les créanciers et de faciliter les négociations, donc de résoudre les problèmes d'actions collectives.

Au-delà de la simple adoption des CAC, il nous semble important d'élargir le champ de réflexion à la création possible d'un comité de créanciers.

3.7 Les comités de créanciers

La volonté de constituer un comité officiel de créanciers privés est à rapprocher de l'expérience de la *British Corporation of Foreign Bondholders* (CFB) au dix-neuvième siècle, mettant en relation les créanciers britanniques, principaux créanciers internationaux de l'époque, avec les États en défaut lors des procédures de restructuration de dette (cf. Encadré 2).

Dès 1995, Eichengreen et Portes (1995) penchèrent pour l'insertion des CAC dans les obligations souveraines et la création d'un comité de créanciers privés (Club de New York, par exemple; Cohen et Portes, *op. cit.*) représentant leurs intérêts lors du processus de restructuration. Le Club de New York discuterait avec les Clubs de Londres et de Paris, si les dettes bilatérales et commerciales devaient également être restructurées. Une institution légère devrait coordonner les actions de ces trois clubs. La vision d'Eichengreen et Portes (*op. cit.*) peut être qualifiée de version forte. À l'heure actuelle, la constitution de comité de créanciers procède toujours d'une logique *ad hoc*.

Dans le cadre de l'UE, nous pensons judicieux de prendre comme critère d'appartenance au comité¹³ la résidence des créanciers privés. Nous scindons la notion de résidence en deux catégories : un comité de créanciers privés domestiques, soit un par pays membre, et un comité de créanciers privés européens¹⁴. Ainsi, lorsqu'un État est amené à restructurer sa dette, il entame les discussions avec les deux comités et le reste du monde. L'existence de deux comités distincts se

13. Il existe d'autres critères tels que le type de créanciers ou la législation des obligations.

14. Sous cette configuration, les créanciers membres de ce comité détiennent des obligations souveraines européennes, à l'exception de celles de leur pays.

ENCADRÉ 2

L'EXPÉRIENCE DES COMITÉS DE CRÉANCIERS : L'EXEMPLE DE LA CFB

Entre 1820 et les années 1870, les États en défaut de paiement négociaient avec des comités de créanciers *ad hoc*. Les résultats étaient généralement médiocres pour les deux parties en raison du manque de spécialisation et d'expériences des négociateurs, de la faible coordination des créanciers et de la compétition existante entre les différents comités (Suter, 1992.; Eichengreen et Portes, 1986, 1989). À partir de 1868, il s'opère un changement avec la création de la *British Corporation of Foreign Bondholders (CFB)* qui avait pour mission principale de délivrer des informations sur les États en défaut et de coordonner les créanciers. Elle avait également le droit de contrôler l'accès des débiteurs souverains au marché londonien.

Le rôle joué par la CFB est à souligner, notamment grâce aux nombreux accords obtenus. Cependant, il faut le relativiser. En effet, le nombre d'États en défaut, ainsi que les montants, déclinent fortement entre les années 1870 et le début du vingtième siècle. Or, c'est précisément à cette période que la CFB connut son activité la plus forte. Nous constatons également que les succès des créanciers américains sur les petits pays d'Amérique latine et les États du Sud des États-Unis ont montré que les liens commerciaux et la politique internationale ont eu plus de poids que les actions de la CFB. Il faut rappeler que les créanciers américains, contrairement aux britanniques ne bénéficiaient pas d'une structure protégeant leurs intérêts. Les succès des créanciers américains sur une partie de l'Amérique latine s'expliquent en partie par la proximité géographique et les liens commerciaux entretenus, mais également par l'impact de la doctrine Monroe (Mauro et Yafeh, 2003).

La constitution de la CFB fut une réponse à la vague de défauts du dix-neuvième siècle, et le bénéfice de son existence a décliné avec la faiblesse du marché obligataire international au cours du vingtième siècle, ainsi que celle des créanciers britanniques au profit des créanciers américains. Aujourd'hui, l'importance du marché de la dette souveraine associée à la récurrence des défauts et leur difficile résolution conduisent à réhabiliter les intérêts procurés par ce type d'association.

justifie dès lors que, d'une part, les créanciers domestiques sont doublement touchés par un défaut souverain et, d'autre part, la dette émise par les États membres de l'UE est majoritairement détenue par les créanciers européens. En outre, il serait opportun que les structures de défaisance, bien que souvent administrées par le secteur public, soient considérées comme des créanciers privés, et par conséquent fassent parties de ces comités, dès lors qu'à l'origine les titres ont été achetés par des structures privées. Ainsi, les conflits d'intérêt seraient réduits. En effet, si les

structures de défaillance, notamment allemandes, avaient accepté d'apporter les obligations publiques grecques qu'elles détenaient au rachat de dette effectué par la Grèce en décembre 2012 pour un montant de 31,9 milliards d'euros et une décote de 64,2 %, alors l'objectif d'endettement fixé à 120 % du PIB à l'horizon 2020 aurait été maintenu; sans leurs concours il monte à 126,6 %.

CONCLUSION

L'objectif d'une restructuration de dette souveraine est de rétablir la soutenabilité de celle-ci à moyen/long terme. Dans le cadre de la Grèce, la restructuration de la dette souveraine détenue par les créanciers privés a conduit à effacer 107 milliards d'euros, soit 53,5 % de la valeur nominale et 70 % de la valeur actualisée. Pour que l'opération soit considérée comme un succès, à savoir ramener le niveau d'endettement à 120,5 % du PIB d'ici 2020, il fallait obtenir l'accord de 95,7 % des porteurs. Spontanément, le taux de participation a été de 83,5 %, niveau inférieur à celui nécessaire, par conséquent le gouvernement grec a décidé d'insérer rétroactivement les CAC dans ses contrats obligataires, afin de contraindre les créanciers récalcitrants d'accepter l'offre.

La restructuration de la dette souveraine grecque a montré la difficulté de coordonner les créanciers privés, partant elle justifie le bien-fondé de l'utilisation des CAC. En effet, le principe de la majorité qualifiée élimine les stratégies dissidentes. La nécessité des CAC étant actée, il faut dorénavant réfléchir aux formes de CAC à adopter dans les obligations souveraines européennes. La section 3 de cet article débouche sur deux recommandations. La première est l'harmonisation des contrats obligataires. Les obligations doivent être régies par la même loi, la britannique, et comporter le même nombre de provisions, lesquelles doivent être identiques. Ainsi, les contrats deviennent un standard de marché, éliminant les divergences d'interprétation, lesquelles sont susceptibles d'accroître le coût d'emprunt. Deuxièmement, nous préconisons l'instauration de comités de créanciers pérennes afin de faciliter les discussions entre les porteurs et l'État lors d'une procédure de restructuration. En outre, il nous paraît judicieux que chaque État membre se dote d'un comité de créanciers privés, y compris les structures de défaillance, lequel serait constitué de créanciers domestiques, mais également qu'il existe un comité de créanciers européens. Ces deux propositions constituent une voie possible d'amélioration du fonctionnement des CAC.

ANNEXE 1
RECOMMANDATIONS DU G10 ET DU SECTEUR PRIVÉ

	G10	Secteur privé
Clause d'engagement		
Représentant permanent des créanciers (RPC)	Oui – Mandataire	Non – Agent fiscal
Représentant des négociations	Oui – Élu par 2/3 des porteurs (écrit ou réunion)	Élection d'un comité ou une personne (plus de 50 % des voix et moins de 25 % d'objecteurs). L'émetteur paie les frais et dépenses du Comité et de ses conseillers juridiques et financiers.
Réunion des porteurs	À tout moment, à la demande de : – l'émetteur; – du RPC (ou équivalent); – 10 % du principal restant dû	À tout moment, à la demande de : – l'émetteur; – du RPC (ou équivalent); – 5 % des créanciers demandent à l'agent fiscal de convoquer une assemblée
Clause d'action majoritaire		
Les conditions de paiement	Vote représentant : – 75 % des porteurs – procédure écrite	Seuil minimum : 85 % (en revanche, tout changement est proscrit si 10 % d'objecteurs). Certains sujets, tels que la loi de gouvernance, demandent 100 %
Les autres	Vote représentant : – 66 2/3 % des porteurs – à l'écrit ou en réunion	Seuil minimum de 75 %
Clause d'exécution majoritaire		
<i>Accélération</i>		
Accélération	– Cas de défaut – RPC ou 25 % des porteurs	Seuil minimum : 25 % du principal
Annulation de l'accélération	– Le défaut est levé – 66 2/3 % des porteurs	Seuil minimum : 75 % du principal

ANNEXE 1 (suite)

<i>Contentieux</i>		
Déclenchement du litige	Uniquement par le RPC : – À sa discrétion – Sur instruction d'un minimum de 25 % des porteurs – Dans les 90 jours, au-delà les poursuites individuelles sont autorisées	Tout porteur d'obligations
Poursuite et issue du litige	Au minimum 50 % des porteurs qui sont concernés par le litige	<i>Idem</i>
Distribution au prorata	Oui	Non
Clause de privation des droits	Obligations exclues : les obligations détenues ou contrôlées, directement ou indirectement, par ou au nom de l'émetteur ou une de ses institutions.	Obligations exclues : les obligations détenues ou contrôlées, directement ou indirectement, par ou au nom de l'émetteur ou une de ses institutions.
Clause d'information	– Au cas par cas – Fournir des informations si 10 % des créanciers en font la demande	– Souscrire au SDDS – Publier les prévisions du budget et de l'inflation à 12 mois – Préciser les conditions de tout autre accord de restructuration – Préciser les relations avec le FMI – Minutes du Club de Paris, ainsi que les détails de l'accord – Fournir des informations à l'agent fiscal si 5 % des créanciers en font la demande

BIBLIOGRAPHIE

- BARTHOLOMEW, E., A. LIUZZI et E. STERN (2004), « Two-step Sovereign Debt Restructuring: A Market-based Approach in a World without International Bankruptcy Law », *Georgetown Journal of International Law*, 35(4) : 859-873.
- BECKER, T., A. RICHARDS et Y. THAICHAROEN (2003), « Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly? », *Journal of International Economics*, 61(1) : 127-161.
- BRATTON, W.W. et G.M. GULATI (2004), « Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors », *Vanderbilt Law Review*, 57(1).
- BUCHHEIT, L.C. et G.M. GULATI (2002), « Sovereign Bonds and the Collective Will », Working Papers, n° 34, Georgetown University Law Center.
- COHEN, D. et R. PORTES (2003), *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 43, La Documentation française, 169 p.
- EICHENGREEN, B. et A. MODY (2004), « Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? », *Economic Journal*, 114(495) : 247-264.
- EICHENGREEN, B. et A. MODY (2003), « Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt Restructuring », *American Economic Review*, 93(2) : 80-84.
- EICHENGREEN, B. et R. PORTES (1995), « Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors », CEPR, London.
- EICHENGREEN, B. et R. PORTES (1989), « Dealing with Debt: the 1930s and the 1980s », CEPR Discussion Papers, n° 300.
- EICHENGREEN, B. et R. PORTES (1986), « Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences », *European Economic Review*, 30(3) : 599-640.
- GEITHNER, T., F. GIANVITI et G. HAUSLER (2002), « Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts: Encouraging Greater Use », IMF mimeo.
- GELPERN, A. (2003), « How Collective Action is Changing Sovereign Debt », *International Financial Law Review*, May : 19-23.
- GIANVITI, F. (2003), « The Restructuring of Sovereign Debt – Assessing the Benefits, Risks, and Feasibility of Aggregating Claims », Legal Department, IMF.
- G7 (1999), *Strengthening the International Financial Architecture*, Report of the G7 Finance Ministers to the Köln Economic Summit, Cologne, 18-20 juin.
- G10 (2002), *Report of the G10 Working Group on Contractual Clauses*.
- G10 (1996), *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises*, Report to the Ministers and Governors prepared under the Auspices of the Deputies.
- GUGIATTI, M. et A. RICHARDS (2003), « Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields? New Evidence from Emerging Markets », Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia.
- HAESLER, S. (2011), « Collective Action Clauses in Sovereign Bonds », in R.W. KOLB, *Sovereign Debt : From Safety to Default*, 449 p.
- HALDANE, A.G., A. PENALVER, V. SAPORTA et H.S. SHIN (2005), « Analytics of Sovereign Debt Restructuring », *Journal of International Economics*, 65(2) : 315-333.

- KRUEGER, A.O. (2001), « International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring », American Enterprise Institute, Washington DC, 26th November.
- MAURO, P. et Y. YAFEH (2003), « The Corporation of Foreign Bondholders », IMF Working Paper, WP/03/107, IMF.
- PORTES, R. (2004), « Resolution of Sovereign Debt Crises : The New Old Framework », CEPR Discussion Papers, n° 4717.
- SUTER, C. (1992), *Debt Cycles in the World-Economy, Foreign Loans, Financial Crisis and Debt Settlements, 1820-1990*, Westview Press, Boulder, 234 p.