

La restructuration des dettes publiques saisie par le droit de l'Union européenne

Frédéric Allemand (University of Luxembourg, Digital European Integration Studies unit)

Abstract

En juillet 2015, le sommet de la zone euro fait part de l'existence de "sérieux doutes" sur le caractère soutenable de la dette grecque. La possibilité d'un reprofilage de la dette est envisagé et sa discussion reportée à la réalisation de la première évaluation des mesures d'ajustement mises en oeuvre par la Grèce. Toute décote nominale est cependant formellement exclue, car contraire au droit de l'Union. Les discussions se sont ouvertes au printemps 2016 sur les modalités d'allègement de la dette publique de la Grèce. Le sujet a été au coeur de la réunion de l'Eurogroupe du 22 mai. Aucun accord n'a été trouvé, mais les discussions continuent. Dans ce contexte, Frédéric Allemand a présenté le 17 mai dernier une communication sur la saisine des opérations de restructuration par le droit de l'Union lors du séminaire de recherche pluridisciplinaire "Les administrations publiques à l'épreuve de leur dette" organisé par Jean-François Boudet (Université Paris V) et Caroline Lequesne-Roth (Université de Nice). L'auteur conclut à la compétence de l'Union pour encadrer la restructuration des dettes publiques des États membres.

"*What can be added to the happiness of a man who is in health, out of debt, and has a clear conscience?*" s'étonne Adam Smith au XVIII^e siècle. Appliquée non plus à la situation financière des particuliers mais à l'État, la critique est toute aussi appuyée, David Hume voyant dans l'assainissement de la situation financière publique une question de survie pour la nation. "Il faut qu'une nation tue le crédit public ou que le crédit public tue la nation."¹ Le propos est excessif et s'inscrit dans une vision classique de l'économie où la dette est seulement un passif et non le reflet d'actifs légués aux générations futures: système social, infrastructures publiques notamment². L'endettement, comme l'impôt, participe du financement des services publics et, ainsi que le souligne l'historien américain James Macdonald, contribue ce faisant au développement des régimes démocratiques³.

Dans le contexte de la crise des dettes souveraines de la zone euro ou des débats de l'élection présidentielle française relativement au risque de faillite de l'État⁴, l'opinion dominante tendrait à privilégier la vue des économistes plutôt que celle de l'historien. La vérité se trouve à mi-chemin. "Tout est poison et rien n'est poison; la dose seule fait que quelque chose n'est pas un poison"⁵. C'est à la recherche de cette mesure, soulignée par Paracelse, que s'attache et s'ingénie le droit de l'Union européenne s'agissant du niveau approprié de dette publique des États membres.

¹Cité par Leroy-Beaulieu, Paul. La dette publique de la France. Les origines, le développement de la dette et les moyens de l'atténuer. *Revue des deux mondes* [tiré à part], décembre 1874, p. 2.

²Tinel, Bruno. *Dette publique: sortir du catastrophisme*. Paris: Raisons d'agir, 2016.

³Macdonald, James. *The financial roots of democracy*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2003.

⁴Voy. également Attali, Jacques. *Tous ruinés dans dix ans?* Paris: Fayard, 2009; Institut de l'entreprise. *Dépense publique: l'état d'alerte*. Rapport du groupe de travail présidé par Michel Pébereau. Paris: Institut de l'entreprise, février 2017.

⁵Paracelsus. *Sieben Defensiones*. Leipzig: Barth, 1915 [1538].

La restructuration des dettes publiques ou le silence du droit de l'Union

Les traités⁶, précisés par le droit dérivé⁷, des actes de *soft law*⁸ et complétés de dispositifs ressortant du droit international⁹ élaborent un système de gouvernance économique et monétaire complexe, soucieux de contenir les finances publiques des États membres dans des limites *raisonnables*. Si chaque État membre conserve son titre de compétence pour définir et conduire sa politique économique et sa politique budgétaire, encore doit-il les traiter toutes deux comme une question d'intérêt commun et les coordonner au sein du Conseil¹⁰. Compte tenu des interdépendances entre elles et avec la politique monétaire, les politiques budgétaires sont soumises à un régime disciplinaire double. La surveillance par les marchés, organisée à travers les articles 123 à 125 TFUE, s'accompagne d'une surveillance par les règles, formalisée au travers de la procédure de l'article 126 du traité FUE, telle que complétée par le protocole (n° 12). Le *Six Pack* complète la discipline budgétaire par une discipline macroéconomique afin de réduire les transferts des dettes privées du secteur économique vers le secteur public. L'Union bancaire réduit de même les risques s'agissant du secteur bancaire. Cette gouvernance, qui fait la part belle aux institutions de type intergouvernemental, est supposée éviter la définition et/ou la conduite de politiques budgétaires *insoutenables, non viables*: l'État doit avoir la capacité de servir sa dette à n'importe quel moment.

D'aucuns ont relevé que l'UEM est conçue "pour marcher sur l'eau"¹¹. Au-delà du caractère inapproprié du régime de coordination des politiques économiques pour garantir un *policy mix* efficace au niveau de la zone euro, le caractère "miraculeux" de l'UEM se retrouve dans le traitement des situations où les finances publiques d'un État membre présentent un caractère insoutenable. Un tel risque n'est pas ignoré. Le contexte de la négociation du traité de Maastricht comme l'analyse des débats rendent compte d'une forte sensibilité des responsables politiques à l'égard de la dette publique¹². Les objectifs de stabilité financière comme de stabilité budgétaire supposent que l'Union puisse se saisir de ce sujet. Seulement le risque de défaillance budgétaire n'est pas abordé explicitement.

Plusieurs raisons peuvent expliquer le silence des traités. D'une part, quoique les négociations du traité de Maastricht ou du PSC soient contemporaines de la défaillance sur leur dette de plusieurs économies en développement (Mexique, Pérou), il est douteux que les États membres aient craint qu'ils puissent connaître eux-mêmes des difficultés de cet ordre. Ils étaient tous des économies dites développées. La dernière restructuration de dette était intervenue en 1953 au profit de l'Allemagne, dans un contexte très particulier au demeurant. De façon complémentaire, sauf les cas de l'Italie, de la Belgique et de la Grèce, le niveau de dette rapporté au PIB demeurait modeste à la fin des années 1980 pour s'établir en moyenne sous la barre de 60%. L'établissement d'une procédure générale de coordination des politiques économiques et d'une procédure spécifique pour discipliner les politiques budgétaires était supposé suffire à contenir le niveau de la dette publique. Evoquer la possibilité d'une restructuration des dettes publiques – sujet qui ne fut jamais abordé dans aucune des contributions des États versées lors des négociations de 1990-91, eût souligné, en creux, l'inefficacité de la discipline budgétaire et ouvert le débat sur les mécanismes d'assistance financière nécessaires. Enfin, le traité inscrit l'exercice de la compétence des États membres en matière budgétaire dans une perspective libérale. Les États membres sont mis en concurrence pour couvrir leurs besoins de fi-

⁶En particulier l'article 3, par. 3 et 4, du traité UE; l'article 2, par. 3 et 5, et le titre VIII *La politique économique et monétaire* du traité FUE, ainsi que les protocoles (n° 12), (n° 13) et (n° 14).

⁷Notamment les actes législatifs composant le Pacte de stabilité et de croissance, tels que modifiés et complétés par le *Six Pack* (2011) et le *Two Pack* (2013), ainsi que la législation adoptée en application des articles 123 à 125 du traité FUE.

⁸Résolutions du Conseil européen d'Amsterdam sur le pacte de stabilité et de croissance, ainsi que sur la croissance et l'emploi, du 16 juin 1997. *JO*, C 236, 2 août 1997, p. 1; résolution du Conseil européen de Luxembourg sur la coordination des politiques économiques au cours de la troisième phase de l'UEM et sur les articles 109 et 109 B du traité, du 13 décembre 1997; *Pacte pour l'euro plus*. Coordination renforcée des politiques économiques pour la compétitivité et la convergence. Annexe I des conclusions du Conseil européen de Bruxelles des 24 et 25 mars 2011.

⁹Traité sur le mécanisme européen de stabilité, du 2 février 2012; traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, du 2 mars 2012.

¹⁰Article 121, par. 1, TFUE.

¹¹Selon l'expression de Christian Saint-Etienne, cité par Horny, G. AAA à AA+: la leçon d'Europe de Standard&Poor's, *Slate.fr*, 16 janvier 2012. [En ligne] Disponible sur: <http://www.slate.fr/Story/48745/aaa-aa-lecon-europe-standard>.

¹²Voy. notamment Dyson, Kenneth et Quaglia, Lucia. *European Economic Governance and Policies*. Vol. I. Oxford: Oxford University Press, 2011.

nancement, conformément au principe d'une économie de marché ouverte¹³. À cet effet, les interdictions des articles 123 à 124 du traité FUE privent les États de leurs privilèges exorbitants lorsqu'ils émettent des titres de dette. L'article 125 du traité FUE interdit toute prise en charge/transfert d'un engagement d'un État membre par/vers un autre État membre ou l'Union. C'est dire que les États sont seuls face à leurs dettes et face aux détenteurs des titres de dette: libres à eux d'en rediscuter les termes avec leurs créanciers, en veillant à un juste équilibre entre la préservation des droits des créanciers et l'intérêt général¹⁴. La négociation peut consister soit en un rééchelonnement de la dette en cours (*debt rescheduling*): elle se concentre alors sur la suspension du paiement du principal (moratoire), l'allongement de la maturité des titres, la réduction des taux d'intérêt. Soit en une opération plus lourde de restructuration de la dette (*debt restructuring*) qui se traduit par un échange de titres en cours contre de nouveaux ou d'autres actifs¹⁵ et dont l'effet principal est la réduction de la valeur faciale (nominale) de la dette due.

La compétence de l'Union en matière de restructuration des dettes publiques

Les objectifs de “finances publiques saines” et de stabilité de financière

L'Union a pour objectif d'établir une union économique et monétaire dont la monnaie est l'euro¹⁶. L'action des États membres et de l'Union comporte à cet effet l'instauration d'une politique économique, fondée notamment sur l'étroite coordination des politiques économiques des États, ainsi qu'une monnaie unique et la définition et la conduite d'une politique monétaire et d'une politique de change uniques. Cette action collective doit respecter plusieurs principes directeurs, dont le principe de finances publiques *saines*¹⁷. Les politiques économiques d'un État membre ne doivent pas compromettre le bon fonctionnement de l'UEM¹⁸, auquel cas il s'expose à des sanctions. Les États membres doivent éviter les déficits publics excessifs, sous peine de devoir prendre les mesures correctrices appropriées en application de la procédure la plus élaborée et détaillée du traité FUE, après la procédure législative ordinaire. La coordination des politiques économiques et la surveillance des politiques budgétaires peut être renforcée pour les États membres de la zone euro, “afin de contribuer au bon fonctionnement de l'UEM.”¹⁹ Inséré par la décision du Conseil européen du 25 mars 2011²⁰, le nouveau paragraphe 3 de l'article 136 TFUE reconnaît le pouvoir des États membres d'instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé pour “préserver la stabilité de la zone euro”. Quoique le traité ne le précise, la stabilité dont il s'agit est la *stabilité financière*, ainsi qu'il ressort des travaux préparatoires de la décision de 2011.

L'arrêt *Pringle*

Dans son arrêt *Pringle* rendu le 27 novembre 2012, la Cour de justice relie entre eux le concept de “finances publiques saines” poursuivi par le régime de discipline budgétaire et celui de stabilité financière. Soulignant l'objectif disciplinaire poursuivi par l'article 125 TFUE – la Cour aurait pu mentionner aussi l'article 126 TFUE, le juge du plateau du Kirchberg y décèle un moyen de “réalisation d'un objectif supérieur, à savoir le maintien de la stabilité financière de l'Union monétaire.”²¹ Par cette interprétation téléologique, la Cour rend

¹³Article 120 TFUE.

¹⁴Mersch, Yves. Reflections on the feasibility of a sovereign debt restructuring mechanism in the euro. *ESCB Legal Conference 2016*. Francfort: ECB, 2017, p. 10.

¹⁵Das, Udaibir, Papaioannou, Michael et Trebesch, Christoph (2012). *Restructuring Sovereign Debt: Lessons from Recent History*. Papier présenté lors du séminaire organisé par le FMI, Financial Crises: Causes, Consequences, Policy Response, Washington D.C., 14 septembre 2012. [En ligne] Disponible sur: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrisis/pdf/ch19.pdf>, p. 4.

¹⁶Article 3, par. 4, TUE.

¹⁷Article 119, par. 3, TFUE.

¹⁸Article 121, par. 4, TFUE.

¹⁹Article 136, par. 1, TFUE.

²⁰Décision du Conseil européen du 25 mars 2011 modifiant l'article 136 TFUE en ce qui concerne un mécanisme de stabilité pour les États membres dont la monnaie est l'euro. *JO L 91*, 6 avril 2011.

²¹Arrêt de la Cour de justice (Ass. plénière), *Thomas Pringle*, aff. C-370/12, point 135.

compte de sa compréhension de la centralité des dettes publiques sur le marché des actifs financiers, dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels (établissements de crédit, assurance, fonds d'investissement,...) et pour le bon fonctionnement des marchés interbancaire et monétaire. Ceci étant, elle réalise une distinction entre l'objectif de discipline budgétaire (ou de viabilité/soutenabilité des finances publiques) et de stabilité financière, le premier servant la réalisation du second. Que la stabilité financière soit un objectif de l'Union, cela ressortait déjà de l'article 127, par. 5, TFUE et de la contribution du SEBC à "la stabilité du système financier". La Cour le confirme dorénavant. L'on sait l'éclatement des compétences de stabilité financière entre les États membres et l'Union, selon les matières considérées: paiement, échange, règlement, contrôle prudentiel ou système financier²². L'arrêt *Pringle* complète ce puzzle en rattachant le régime de discipline budgétaire et les compétences de l'Union en la matière à l'objectif plus général de stabilité financière.

La restructuration des dettes et l'objectif de stabilité financière

La restructuration des dettes relève-t-il de l'objectif de stabilité financière poursuivi par l'Union et les États membres? La réponse s'impose, au regard des interactions précédemment rappelées entre dette publique, marchés financiers et politique monétaire. En ce qu'une opération de restructuration de la dette publique porte sur les titres de dette, son traitement se rattache à titre principal à la politique budgétaire: conformément aux articles 5, 120 et 121 TFUE, les États demeurent seuls à même d'exercer leur compétence pour opérer la restructuration; l'Union peut exercer sa compétence de coordination à travers la définition d'objectifs et d'une procédure applicable aux restructurations. Dans la continuité des valeurs de référence définies pour les niveaux de déficit public, d'endettement public, de solde budgétaire structurel ou de solde primaire²³, l'Union devrait pouvoir recommander les objectifs en termes de valeur nette à atteindre, c'est-à-dire le montant de la réduction du volume de dette à opérer, pour garantir la soutenabilité de la dette publique. Une procédure pourrait être établie qui organise l'information et la surveillance de l'Union relative aux opérations de restructuration. Propre à la zone euro, le régime pourrait être fondé sur l'article 136 TFUE, en liaison avec l'article 121, par. 6, TFUE.

Le filtre de la subsidiarité

Reste à savoir si l'adoption d'une procédure encadrant la restructuration des dettes publiques serait conforme au principe de subsidiarité. La coordination "plus étroite" entre les politiques économiques des États membres de la zone euro, les interdépendances fortes entre celles-ci et la politique monétaire, la concentration de la détention des titres de dette émis par les États membres au sein de la zone euro, conduisent à ce que toute crise des dettes souveraines d'un État membre soit une crise affectant l'ensemble de la zone euro. En raison des effets de contagion, l'État membre concerné ne peut seul gérer la situation et résoudre la crise de manière suffisante. Les États membres le peuvent-ils en agissant de façon coopérative? Nous ne le pensons pas, malgré la multiplication des instruments de droit international adopté depuis 2011. Toute procédure de restructuration est étroitement liée au régime de discipline budgétaire établi dans le PSC, tel que précisé par le *Two Pack*. La complémentarité des compétences à mettre en œuvre pour garantir la stabilité financière de la zone euro, la liaison entre les procédures de discipline budgétaire, en matière de déséquilibre macroéconomique²⁴ et concernant la surveillance spécifique des États membres de la zone euro connaissant ou risquant de connaître de sérieuses difficultés du point de vue de leur stabilité financière²⁵, justifie la pertinence d'une action de l'Union.

²²Martucci, Francesco. *L'ordre économique et monétaire de la Communauté européenne*. [Thèse] Paris : Université de Paris 1, décembre 2007, p. 90 et s.

²³Le solde budgétaire structurel correspond au solde budgétaire exprimé en données corrigées des variations conjoncturelles et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires. Le solde primaire correspond à la différence entre les dépenses et les recettes, avant le paiement des intérêts de la dette.

²⁴Règlements (UE) n° 1176/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques ; et n° 1174/2011 du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2011 établissant des mesures d'exécution en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques excessifs dans la zone euro. JO L 306, 23 novembre 2011.

²⁵Règlement (UE) n° 472/2013 du Parlement européen et du Conseil, du 21 mai 2013. JO L 140, 27 mai 2013, p. 1.

Les interdictions et principes du droit de l'Union encadrant les opérations de restructuration

La protection des créanciers publics: les interdictions des articles 123 et 125 du traité FUE

Si la compétence au fond relative à la restructuration appartient à l'État, son exercice demeure cependant contraint par le respect de plusieurs interdictions énoncées aux articles 123 à 125 du traité FUE. Celles-ci interdisent toute restructuration qui porte sur les titres de dette publique d'un État qui sont détenus par l'Union (y inclus la BCE) ou d'autres États membres²⁶. Comme le relève l'avocate générale Kokott dans l'affaire *Pringle*, la clause de non-renflouement vise "aussi bien (...) l'interdiction d'acquitter la dette que (...) l'interdiction d'y souscrire en vue d'un règlement ultérieur."²⁷ Les modalités d'acquittement ne sont pas précisées par le traité, signifiant que tout type d'acquittement est proscrit: paiement, remise de dette au cas où l'autorité qui renfloue renonce à des dettes qu'elle détient sur l'État renfloué. Il s'agit d'empêcher tout dispositif qui puisse modifier le profil de risque d'un État indépendamment de ses performances propres. Cela vaut pour l'État renfloué comme pour l'Union ou les États membres qui procèdent au renflouement. La constitution de garanties financières par le débiteur au profit de l'autorité qui s'engage à rembourser ou prend la dette à sa charge n'efface pas l'illégalité de l'obligation (*liability*) ou de l'engagement (*commitment*), dans la mesure où ce dernier emporte une dégradation future ou immédiate de la situation financière du garant.

La situation du mécanisme européen de stabilité (MES) mérite quelques commentaires complémentaires. Créé par un traité international par les États membres de la zone euro, le MES constitue une institution financière internationale²⁸. Il présente un niveau d'autonomie institutionnelle, fonctionnelle et budgétaire qui permet de le considérer comme distincte de ses États membres. La dette contractée lui reste attachée²⁹. Le MES peut octroyer une assistance financière à un État membre de la zone euro. Interrogée sur la portée de l'article 125, la Cour de justice a précisé dans l'arrêt *Pringle* que

"l'octroi d'une assistance financière à un membre du MES, sous la forme de ligne de crédit, conformément à l'article 14 du traité MES, ou sous la forme de prêts, conformément aux articles 15 et 16 du même traité, *n'implique aucunement que le MES prendra à sa charge la dette de l'État membre bénéficiaire* (nous mettons en italique). Au contraire, une telle assistance aboutit pour ce dernier, qui demeure, pour ce qui concerne les dettes existantes, responsable de ses engagements envers ses créanciers, à la création d'une nouvelle dette à l'égard du MES."³⁰

En termes dénués de toute ambiguïté, l'article 13, par. 6, du traité MES retient la mise en place d'un mécanisme d'alerte approprié "pour être certain de recevoir en temps utile tout remboursement des sommes dues par le membre du MES au titre du soutien à la stabilité." C'est souligner que toute assistance financière octroyée doit être remboursée au MES par l'État membre bénéficiaire; toute restructuration est implicitement écartée. Il sera observé que le MES n'est pas soumis au droit de l'Union. En revanche, ses membres, en tant qu'États membres de l'Union, demeurent liés par le droit de l'Union, dont la clause de non-renflouement, lorsqu'ils exercent leurs compétences de politique économique³¹. Ils ne sauraient approuver aucune mesure qui, au titre du MES, violerait l'article 125.

²⁶Voy Arrêt du Tribunal, du 7 octobre 2015, *Alessandro Accorinti / Banque centrale européenne*, aff. T-79/13, Rec., ECLI :EU :T :2015 :756.

²⁷Kokott, Juliane, Conclusions sous aff. C-370/12, point 120.

²⁸Le Conseil européen des 24 et 25 mars 2011 précise que le MES consiste en « une organisation intergouvernementale relevant du droit international public ». Conseil européen (2011), p. 22.

²⁹Décision d'Eurostat du 31 janvier 2013 sur la classification statistique du Mécanisme de stabilité européen, Directorate D : Government Finance Statistics, Ref. Ares(2013)117666 ; Eurostat, *Manual on Government...*, précité, p. 64, points 12-13.

³⁰Cour de justice, arrêt *Pringle*, points 135 à 139, spéc. 139.

³¹Cour de justice, arrêt *Pringle*, point 69.

Les limites des opérations de reprofilage des dettes détenues par les créanciers publics

Une précision à faire concernant le rééchelonnement de la dette (*debt rescheduling*). Ce type d'opération donne lieu à moins de débat, puisqu'elle n'affecte pas le montant dû au principal. Une telle restructuration a été mise en œuvre à plusieurs reprises au bénéfice de la Grèce depuis 2011. En juillet 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et les institutions de l'Union décident d'étendre la maturité des prêts bilatéraux, ainsi que des prêts consentis par l'EFSF: elle est portée de 7,5 ans à 15 ans au minimum et 30 ans au maximum. La Grèce bénéficie aussi d'un sursis à payer de 10 ans concernant le paiement des intérêts pour les prêts octroyés par l'EFSF³². Le 21 février 2012 puis le 27 novembre 2012, une série de mesures complémentaires est arrêtée par l'Eurogroupe pour améliorer la soutenabilité de la dette publique de la Grèce³³ et accompagner les effets du *PSI*. La prime de risque est abaissée à 150 points de base avec effet rétroactif, puis les taux d'intérêt sont réduits à nouveau de 100 points de base. Il en est espéré un allègement total de la charge financière supportée par la Grèce de 1,9 milliard d'euros jusqu'à 2016³⁴.

Cependant, l'abaissement des primes de risque constitue-t-elle des mesures concessionnelles ou, pour dire les choses autrement, des subventionnements de l'assistance financière accordée à la Grèce? A trop abaisser les taux, ne risque-t-on pas de réduire l'efficacité de la discipline budgétaire? En droit de l'Union, la dette publique inclut le principal et les intérêts; la réduction des taux d'intérêt pour les prêts accordés constitue une remise de dette. Cette interprétation littérale doit être nuancée par l'objectif poursuivi par l'assistance financière: il s'agit de sauvegarder la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble et de ses États participants³⁵. L'assistance financière doit permettre à l'État bénéficiaire de faire face à ses engagements et de se refinancer, à terme, sur les marchés de capitaux. La réduction du niveau des taux et des primes de risque appliqués n'est pas la suppression de tout taux et de toute prime. Le MES, comme un État membre, ne saurait accorder un prêt à un taux inférieur à celui auquel il emprunte lui-même sur les marchés. Tous les coûts de financement et d'exploitation d'une opération d'assistance financière doivent être couverts et une marge appropriée doit être prévue³⁶. L'article 125 TFUE exclut les taux concessionnels en ce qu'ils sont fixés en-dessous des prix du marché³⁷ auxquels emprunte l'organisme qui apporte l'assistance financière. En revanche, l'article 125 n'interdit pas l'application de modalités financière "justes"³⁸.

S'agissant de l'extension de la maturité ou du sursis à payer les intérêts des prêts de l'EFSF, le volume des engagements en circulation reste inchangé: seul le profil de dette du pays est amélioré, ce qui contribue à faciliter le retour sur les marchés. En revanche, une telle approche ne se retrouve pas dans le cas d'un moratoire de durée indéterminé concernant le paiement du principal – c'est l'hypothèse des "obligations perpétuelles"³⁹. Un tel moratoire et de telles obligations conduisent de fait à "effacer" le paiement des dettes dues, dans la mesure où le remboursement n'interviendra jamais en pratique; elles réduisent l'incitation à la discipline financière et contreviennent par conséquent à l'article 125 TFUE.

La légalité des restructurations des dettes détenues par les créanciers privés

Si la restructuration de la dette publique détenue par l'Union, les États membres ou le MES est interdite, celle portant sur titres de dette détenus par le secteur privé est autorisée. Tout au plus doit-elle se réaliser dans le respect du principe, énoncé à l'article 119 TFUE d'une économie de marché ouverte où la concurrence est

³²Déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et des institutions de l'Union européenne, Bruxelles, 21 juillet 2011, point 3.

³³ Déclaration de l'Eurogroupe, Bruxelles, 21 février 2012 ; déclaration de l'Eurogroupe sur la Grèce, Bruxelles, 27 novembre 2012.

³⁴ EFSF, *FAQ – New disbursement of financial assistance to Greece*. 2014. [En ligne] http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_greece_en.pdf, consulté le 9 mars 2015.

³⁵ Article 12 TMES.

³⁶ Article 20 TMES.

³⁷ La politique suivie est inspirée de celle appliquée par le FMI. Voy. BCE. Le mécanisme européen de stabilité. *Bulletin mensuel de la BCE*, juillet 2011, p. 76-77.

³⁸ BCE, *Le mécanisme européen de stabilité, précité*, p. 74.

³⁹ L'idée fut défendue un temps par le gouvernement d'Alexis Tsipras en février 2015. Voy. La technique de la Grèce pour réduire sa dette. *Le Figaro*, 3 février 2012.

libre. Le principe constitue une contrainte modeste, vu sa densité normative modeste. Ainsi que l'a rappelé la Cour de justice dans l'arrêt *Echirolles* du 3 octobre 2000, il s'agit "d'un principe général qui exige pour son application des appréciations économiques complexes qui relèvent de la compétence du législateur ou de l'administration nationale"⁴⁰.

S'agissant plus spécifiquement de la portée de ce principe en liaison avec les articles 120 et 121 TFUE, la Cour précise qu'il constitue une disposition qui n'édicte pas à la charge des États membres des obligations claires et inconditionnelles pouvant être invoquées par les particuliers devant les juridictions nationales. Interprétant la portée de ce même principe dans le champ de la politique monétaire, la doctrine y attache certains effets. Il interdit tout retour à un encadrement administratif du crédit par la BCE⁴¹. Transposé à la politique économique, le principe s'oppose de même à l'adoption de toute mesure prescriptive par laquelle le législateur européen ou l'administration nationale impose les termes d'une restructuration aux créanciers privés, au détriment d'une solution négociée entre les parties. Pratiquement, une restructuration imposée aurait peu de chance de produire les effets attendus, car elle serait considérée comme un défaut par les investisseurs.

Le PSI grec de 2012

En juillet 2011, lors de l'annonce des nouvelles mesures d'assistance financière au profit de la Grèce, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro soulignent ainsi l'accord du secteur financier à soutenir Athènes «sur une base volontaire»⁴². Quatre mois plus tard, lorsqu'il apparaît que la contribution initiale du secteur financier doit être accrue pour réduire significativement la charge de la dette, les autorités nationales de la zone euro "invitent" les parties prenantes à développer un échange de titres sur une base volontaire, tout en fixant comme objectif une décote de 50%⁴³. Le PSI révisé reposait sur le principe d'une participation de 90% des créanciers privés. Les garanties qui leur sont proposées aux termes de l'échange ne convainquent que 85% des détenteurs de titres relevant du droit grec et 69% des détenteurs de titres relevant de droit étranger (principalement britannique et marginalement suisse). S'agissant de la première catégorie de titres, la Grèce adopte fin février 2012 une loi qui insère rétroactivement une CAC dans les contrats d'émission⁴⁴, ce qui eut pour effet d'imposer l'échange à l'ensemble des créanciers concernés. L'association représentant ces créanciers, l'ISDA, va considérer à deux reprises que l'opération s'est opérée sur une base volontaire entre la Grèce et les détenteurs de titres qui avaient accepté l'offre initiale d'échange et donc ne constituait pas un accident de crédit. En revanche, l'imposition de l'échange aux 15% de créanciers récalcitrants sera qualifiée d'accident de crédit par l'ISDA⁴⁵, provoquant le paiement des CDS pour un montant de 3 milliards d'euros. Pour les titres relevant du droit étranger, les échanges se feront série par série. Une partie des titres, pour un montant de 6,4 milliards d'euros (représentant 3,1% de l'ensemble des titres éligibles), ne font pas l'objet d'une offre d'échange, pour être rachetés à leur valeur faciale pour éviter tout contentieux⁴⁶.

La fragilité financière des banques, le soutien financier que les États leur ont apporté en 2008-2009 via des recapitalisations ou des garanties, le soutien d'urgence en liquidité (*emergency liquidity assistance*) des banques centrales de l'Eurosystème, l'engagement de réformes législatives des normes prudentielles, de produits ou de services financiers, constitue cependant un climat qui permet de s'interroger sur la réalité du choix laissé au secteur financier. Interrogé en 2012, le PDG de Commerzbank va comparer le caractère volontaire du PSI à "l'obtention d'une confession volontaire par l'inquisition espagnole."⁴⁷

⁴⁰ Arrêt de la Cour de justice, du 3 octobre 2000, *Echirolles*, aff. C-9/99. Rec. 2000 I-8207, spéc. point. 26.

⁴¹ Martucci, Francesco. *Op. cit.*, p. 73.

⁴² Déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et des institutions de l'Union, Bruxelles, 21 juillet 2011, point 5.

⁴³ Déclaration du sommet de la zone euro, Bruxelles, 26 octobre 2011, point 12. Pour une description : Xafa, Miranda. *Sovereign Debt Crisis Management. Lessons from the 2012 Greek Debt Restructuring. CIGI Papers*, juin 2014, n°33.

⁴⁴ Loi 4050/2012, dite « The Greek Bondholder Act ».

⁴⁵ *News Release. ISDA EMEA Determinations committee : CDS Auction relating to The Hellenic Republic*, Londres, 19 mars 2012 ; White&Case, ISDA Committee Determines that a Credit Event has occurred with respect to the Hellenic Republic, 19 mars 2012. Disponible sur : <http://www.whitecase.com/alerts-03092012-1/#.VS29JWNFs1I>.

⁴⁶ Xafa, Miranda. *Op. cit.*, p. 11.

⁴⁷ Cité par Xafa, Miranda. *Op. cit.*, p. 13.

Le rachat de dette (Debt buyback) par la Grèce

Une autre situation doit être mentionnée: l'opération de rachat de dette conduite par la Grèce à la fin de l'année 2012 (*Debt Buyback*). Compte tenu de la dépréciation de ses titres nouvellement émis sur le marché secondaire, le Trésor grec présente une offre de rachat aux détenteurs de ses titres. L'offre se concentre sur un ensemble de titres d'une valeur faciale totale de 31,8 milliards d'euros (alors que la valeur faciale de ses nouveaux titres s'établit à 62 milliards). Le Trésor débourse 10,8 milliards d'euros, ce qui permet de réduire la valeur nette de la dette publique de 21,1 milliards d'euros. Le point intéressant nous concernant porte sur les rapports entre le gouvernement grec et les établissements de crédit grecs. Le premier "demandera" aux seconds de participer à l'offre d'échange...⁴⁸

Les principes gouvernant les restructurations

De façon complémentaire et rattachée à l'orientation libérale du droit de l'Union, toute procédure de l'Union encadrant la mise en œuvre d'une opération de restructuration des dettes doit être conforme au droit de propriété, tel que protégé par l'article 17 de la Charte des droits fondamentaux. La restructuration ne saurait intervenir que pour une cause d'utilité publique – une condition réunie dès lors que la situation budgétaire de l'État membre concerné menace la préservation de la stabilité financière dans la zone euro ou la protection des services publics essentiels⁴⁹. En outre, elle suppose une juste indemnité pour le créancier dont le droit est affecté. Cette indemnité *juste* nous semble pouvoir consister dans un échange opéré conformément à des modalités qui garantissent le paiement à terme d'une valeur, moindre mais non nulle, de la valeur faciale des titres initialement détenus. Cela suppose que la restructuration permette de rétablir la soutenabilité de la dette publique et que l'effort en faveur de ce rétablissement ne soit pas supporté par les seuls créanciers privés, mais également par l'État concerné, c'est-à-dire les contribuables.

Les arrangements pratiques mis en oeuvre pour une résolution ordonnée

Les solutions mises en œuvre par les États membres et l'Union pendant la crise des dettes souveraines témoignent d'importantes hésitations et d'arbitrages politiques et économiques épineux concernant la répartition des efforts pour rétablir la soutenabilité des dettes publiques des États membres en difficulté. Il n'est pas toujours certain que les solutions retenues aient visées à préserver les intérêts de la zone euro, plutôt que les intérêts particuliers des grands États membres. Les arbitrages peuvent se résumer comme suit: - L'incapacité d'un État à se refinancer sur les marchés pour faire face à ses obligations financières doit-elle être couverte par une assistance financière publique (États membres, pays tiers, UE, FMI, EFSF/MES) – *bail-out*; - ou l'État doit-il mobiliser des ressources internes (*bail-in*)? Dans ce deuxième cas, les efforts doivent-ils être supportés par les "créanciers internes" de l'État débiteur (les citoyens et les fonctionnaires sur le terrain de la réduction des dépenses; et les contribuables sur le terrain de la hausse des recettes) ou par ses "créanciers externes" détenteurs de titres de dette (*Private Sector Involvement*, PSI)? - Les pertes subies par les créanciers externes doivent-ils être socialisées ou supportées par les seuls investisseurs, quitte à provoquer leur résolution, voire leur faillite? Dans cette dernière hypothèse, lorsque les créanciers sont des établissements de crédit, les pertes doivent-elles être supportées par les actionnaires, les épargnants ou les contribuables?

Le choix initial de l'approche contractuelle

Ces interrogations sont essentielles et les réponses y apportées ont très largement informé les solutions mises en œuvre. À cet égard, il importe de relever qu'ainsi que le rapporte le CATDM, les trois quarts des 390 milliards

⁴⁸Xafa, Miranda. *Op. cité*, p. 12.

⁴⁹Waibel, Michael. La faillite souveraine en droit. Dans : Audit, Mathias (dir.). *Insolvabilité des États et dettes souveraines*. Paris : LGDJ, 2011, p. 51.

d'euros de dette grecque étaient détenus par des établissements de crédit ou des compagnies d'assurance établis en France, en Allemagne, en Belgique, au Luxembourg, en Italie et aux Pays-Bas⁵⁰. Autant de pays dont le secteur bancaire avait été fortement fragilisé par la crise des *subprimes* et dont les bilans n'étaient pas encore assainis. Dans ce contexte, toute décote importante de la valeur des titres de dette détenus signifiait des pertes pour les établissements bancaires et, pour une partie d'entre eux, leur recapitalisation. Pour rassurer les marchés, des tests de résistance bancaire sont organisés auprès de 91 établissements bancaires (représentant 65% des actifs bancaires européens) en juillet 2010 par l'Autorité bancaire européenne; les banques françaises et allemandes testées réussissent l'examen⁵¹. La fragilité des établissements de crédit espagnols, grecs et irlandais est confirmée. Cependant, le test est critiqué pour son indulgence: il retient un ratio de solvabilité de 6%, là où Bâle 3 préconise 7,5%. Un second test de résistance est réalisé l'année suivante auprès du même panel; il ne parvient pas à lever les doutes. Un nouveau test est alors envisagé en application de critères encore durcis. Goldman Sachs va estimer que, dans l'hypothèse de décote de 60% de la valeur des titres grecs, de 40% des titres irlandais et portugais et de 20% des titres italiens, les banques testées auraient un besoin de recapitalisation de 298 milliards d'euros⁵².

Les risques de contagion de la crise des dettes souveraines de la Grèce et sa diffusion dans le secteur bancaire conduisent dans un premier temps à privilégier un *bail-out* sous la forme de prêts bilatéraux accordés par les États membres de la zone euro⁵³ d'une part, et d'une assistance financière du FMI⁵⁴ d'autre part, couplé à un *bail-in* centré sur les créanciers internes et formalisé à travers un programme d'assainissement et de réforme gérés par la BCE⁵⁵. Le *bail-in* a constitué la condition à l'adoption du *bail-out*. Ce dernier doit permettre de couvrir les besoins de financement à court et moyen terme, le temps que le *bail-in* réalise l'assainissement de la situation des finances publiques. Soucieuse de limiter toute exposition excessive de ses contribuables aux risques souverains au niveau de la zone euro, l'Allemagne va insister très rapidement pour que la création des mécanismes d'urgence (EFSF, MESF), dont elle est le principal contributeur ou garant, aille de pair avec la mise en place d'un mécanisme de défaut ordonné pour les États membres de la zone euro⁵⁶. En novembre 2010, le ministère des finances allemand semblait préparer une proposition pour coordonner les demandes des détenteurs de titres de dette et pour imposer des décotes sur les dettes des États en difficulté financière⁵⁷. Lors de sa réunion du 28 novembre 2010, l'Eurogroupe rappelle l'exigence de protéger, avant tout, les contribuables des États membres qui contribuent à l'assistance financière des États en difficulté. Sur la base de ce principe, l'ordre de mise en œuvre des *bail-in* et des *bail-out* est défini.

“For countries considered solvent, on the basis of the debt sustainability analysis conducted by the Commission and the IMF, in liaison with the ECB, the private sector creditors would be encouraged to maintain their exposure according to international rules and fully in line with the IMF practices. In the unexpected event that a country would appear to be insolvent, the Member State has to negotiate a comprehensive restructuring plan with its private sector creditors, in line with IMF practices with a view to restoring debt sustainability. If debt sustainability can be reached through these measures, the ESM may provide liquidity assistance.”⁵⁸

⁵⁰S'agissant de la France, les établissements de crédit, compagnies d'assurance et les fonds de placement collectifs détenaient respectivement 24 milliards d'euros, 26 milliards et 4 milliards. Pour l'Allemagne, les montants s'établissaient dans ce même ordre à 25 milliards d'euros, 8 milliards et 3 milliards. Voy. Toussaint, Eric. *Grèce : Les banques sont à l'origine de la crise*. CADTM, 23 décembre 2016. Disponible sur : www.cadtm.org.

⁵¹A l'exception du cas critique de la banque régionale de Hesse-Thuringe qui refuse que les résultats du test soient publiés, en raison de sa contestation de la méthodologie employée.

⁵²[Retrouver la référence Goldman Sachs].

⁵³Convention de prêt entre les États membres dont la monnaie est l'euro (autres que la République hellénique et la République fédérale d'Allemagne) et le KfW agissant dans l'intérêt public, soumis aux instructions de la République fédérale d'Allemagne et bénéficiant de la garantie de la République fédérale d'Allemagne et la République hellénique.

⁵⁴« Le FMI approuve un prêt de 30 milliards d'euros en faveur de la Grèce au titre de la procédure accélérée », *Bulletin du FMI en ligne*, 9 mai 2010.

⁵⁵Décision BCE/2010/4 de la BCE du 10 mai 2010, relative à la gestion des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la République hellénique et modifiant la décision BCE/2007/7. *JO L* 119, 13 mai 2010, p. 24.

⁵⁶Gianviti, François ; Krueger, Anne ; Pisani-Ferry, Jean ; Sapir, André ; et von Hagen, Jürgen. *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution : A Proposal*. Bruxelles: Bruegel, 9 novembre 2010, p. 1.

⁵⁷Gianviti, François ; Krueger, Anne ; Pisani-Ferry, Jean ; et alii. *Op. cit.*, p. 1.

⁵⁸Déclaration de l'Eurogroupe. [Stabilité financière de la zone euro]. Bruxelles, 28 novembre 2010 ; Déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro. Annexe II. Bruxelles, 11 mars 2011 ; considérant (12) TMES.

Faciliter les restructurations des dettes: les clauses d'action collective

Afin de faciliter de futures restructurations, l'Eurogroupe préconise que des clauses d'action collective (CAC) identiques et normalisées soient insérées dans les contrats de tous les titres des États membres émis à compter de juin 2013. Les CAC doivent s'inspirer de celles introduites dans les contrats de dette émis sous loi britannique ou américaine à la suite du rapport du groupe du travail du G10 de septembre 2002. Il est rappelé qu'aucune restructuration des dettes publiques détenues par le secteur privé ne pourrait intervenir sur cette base et selon ces conditions avant le milieu de l'année 2013. Confirmée en son principe par le sommet des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro du 11 mars 2011, les caractéristiques des CAC sont détaillées par le Conseil européen des 24 et 25 mars 2011⁵⁹. L'activation de la CAC constitue l'une des formes "appropriées et proportionnées" d'implication du secteur privé; elle n'est possible qu'au bénéfice des États membres sous assistance financière qui présentent un niveau d'endettement insupportable⁶⁰. Comme l'a défendu la BCE tout au long des négociations relatives à la restructuration de la dette grecque, tout échange de titres est source d'incertitude pour les investisseurs. La stabilité financière ou la transmission de la politique monétaire peuvent s'en trouver affectées⁶¹. Son recours doit donc être limité.

L'obligation s'imposant aux États de faire figurer des CAC dans les titres émis après le 1er janvier 2013 est introduite à l'article 12, paragraphe 3, traité MES pour lui conférer un caractère juridiquement contraignant. Afin d'assurer la liquidité du marché obligataire et un traitement égal entre tous les nouveaux titres, un modèle de CAC ("termes de référence communs") est établi par le comité économique et financier (CEF)⁶². Il est accompagné de notes explicatives⁶³. Basé sur de la *soft law*, le modèle de CAC est dépourvu de toute force juridique en droit de l'Union⁶⁴. Chaque État membre participant au MES doit adapter son droit interne⁶⁵.

Les créanciers publics face au CAC

L'inclusion obligatoire de CAC dans tous les nouveaux contrats d'émission de dettes d'une maturité supérieure à un an n'est pas sans soulever quelques interrogations pour les titres de dette détenus par les autorités publiques (États membres, BCE, MES). Insérée dans le contrat d'émission, la CAC s'impose à tout détenteur, indistinctement de sa qualité. Aucune dérogation n'est prévue à cet égard dans le modèle de clause adopté par le CEF. En achetant des titres de dettes sur le marché, les autorités publiques acceptent de se soumettre à la loi du marché et aux conditions liées aux titres acquis⁶⁶. La loi du contrat d'émission fait la loi des parties⁶⁷. Dans sa note explicative des termes de référence communs, le CEF mentionne explicitement la participation de la BCE et des banques centrales nationales du SEBC à une restructuration ordonnée en application de CAC.

⁵⁹Conseil européen (2011). Conclusions. Bruxelles. Annexe II. 24 et 25 mars. EUCO 10/1/11 REV 1.

⁶⁰Ibidem.

⁶¹Souligné par Antonio Sáinz de Vicuña. Legal perspectives on sovereign default. *BIS Paper*, n°72, p. 118.

⁶²Comité économique et financier. Model CAC – Common Terms of Reference. 17 février 2012. [En ligne]. Disponible sur : http://europa.eu/efc/sub_committee/cac/cac_2012/index_en.htm.

⁶³Comité économique et financier. Explanatory note. 26 juillet 2011 ; Supplemental Explanatory Note. 26 mars 2011.

⁶⁴Hofmann, C. Sovereign-Debt Restructuring in Europe Under the New Model Collective Action Clauses. *Texas International Law Journal*, vol. 49, pp. 385-434, spéc. p. 392 ; Sáinz de Vicuña, Antonio. *Collective Action Clauses European Model. Identical Clauses, Different Legal Systems*. Papier présenté à la Goethe-Universität Frankfurt – House of Finance, Francfort, 27 octobre 2011. [En ligne]. Disponible sur : http://www.ilf.uni-frankfurt.de/uploads/media/Sanz_de_Vicuna_-_CAC_-_European_Model_03.pdf. Cet auteur souligne l'absence de base juridique dans le droit de l'Union pour l'adoption d'une mesure législative qui définisse de façon contraignant les caractéristiques des CAC.

⁶⁵Pour une présentation des mesures prises : Comité économique et financier. *Report on the implementation of euro area model Collective Action Clauses*. Bruxelles, 8 décembre 2014. L'obligation d'insertion de CAC a été introduite en droit français par la loi de finances pour 2013 n° 2012-1509 du 29 décembre 2012. JORF n°304, 30 décembre 2012, p. 20859 ; précisée par décret n° 2012-1517 du 29 décembre 2012 relatives au CAC applicables aux titres d'État. JORF n°304, 30 décembre 2012, p. 21021.

⁶⁶Cour de justice, arrêt *Pringle*, point 141.

⁶⁷Hofmann, *précité*, p. 391.

Le risque d'holdout des créanciers publics

Soumis au CAC et ne disposant pas d'un statut de créancier privilégié, les détenteurs publics de titre de dette, dont les banques centrales, se trouvent alors dans une situation paradoxale. D'un côté, l'interdiction de tout transfert de dette (article 125) ou de financement monétaire (article 123) exposerait à un recours en manquement ou à un recours en annulation respectivement l'État ou la BCE si l'un ou l'autre devait voter en faveur d'une restructuration qui prévoit une réduction du nominal⁶⁸. De l'autre côté, la CAC perdrait tout intérêt si les détenteurs publics – dont la BCE qui se distingue par une capacité d'achat théoriquement illimité, pouvaient constituer une minorité de blocage justifiée au regard des interdictions des articles 123 et 125 TFUE. L'on pourrait aussi s'interroger sur l'opportunité d'une tel blocage, puisqu'il accentuerait la fragilité financière de l'État concerné et accessoirement celle des autres États membres de la zone euro. Une solution pourrait être que les États comme les banques centrales se gardent de conserver en portefeuilles tout titre de dette émis par un autre État membre; une telle solution n'est pas réaliste, compte tenu des exigences de diversification des risques des portefeuilles et de l'importance des titres de dette comme collatéraux dans les opérations interbancaires ou monétaires. Certains arrangements ont été arrêtés pour permettre aux créanciers publics de voter contre une restructuration en cas d'activation de la CAC, sans que le processus entier ne soit bloqué. Les programmes d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires définissent des limites d'achat par les banques centrales de l'Eurosystème⁶⁹ afin d'éviter qu'elles ne disposent d'une minorité de blocage pour les différentes séries de dette lors d'opérations de restructuration⁷⁰. Les opérations exceptionnelles d'acquisition de dette publique sur les marchés primaire et secondaire par le MES sont également plafonnées – la limite d'achat étant arrêtée par le conseil d'administration au cas par cas⁷¹.

Le traitement privilégié accordé aux créanciers publics

Ceci étant, la question de l'application aux créanciers publics d'une décision de restructuration fondée sur l'activation d'une CAC reste entière. Ceux-ci doivent-ils être tenus par les termes de la restructuration? Peuvent-ils bénéficier d'une exemption, quitte à contredire le principe de traitement égal entre créanciers?⁷²

Après des débats difficiles, c'est cette dernière solution qui a prévalu lors du PSI, l'État grec concluant un accord ad hoc d'échange de titres avec la BCE le 15 février 2012⁷³. Aux termes de cet accord, la banque avait obtenu un échange au pair des titres qu'elle détenait (même valeur faciale, même coupon, même maturité)⁷⁴. Dans l'arrêt *Accorinti* du 7 octobre 2015, le Tribunal de l'Union a confirmé la validité de l'accord d'échange. L'exclusion des titres des banques centrales de l'Eurosystème est justifiée par le fait qu'ils sont détenus à des fins d'intérêt public⁷⁵. Le risque de contrariété s'en trouve, par la même occasion, écarté⁷⁶. L'argument est, à notre sens, transposable à l'égard du MES. La détention de titres de dette publique s'inscrit dans le cadre d'une assistance financière qui a pour objectif principal le rétablissement de la stabilité financière de l'État soutenu et de la zone euro dans son entier. En revanche, la détention de titres à des fins de gestion de

⁶⁸Hofmann, *précité*, p. 418-419 ; Smits, René. *The European Central Bank's room for manoeuvre provisionally confirmed*. 19 janvier 2015. [En ligne]. Disponible sur: <https://acelg.blogactiv.eu/2015/01/19/european-central-bank%E2%80%99s-room-for-manoevre-provisionally-confirmed/>

⁶⁹Mersch, Yves. *Monetary policy in the euro area : scope, principles and limits*. [Keynote speech]. Natixis Meeting of Chief Economists, Paris, 23 juin 2016.

⁷⁰Article 5, paragraphe 1, de la décision (UE) 2015/774 de la BCE du 4 mars 2015 (BCE/2015/10). JO L n° 121, 14 mai 2015, p. 20 ; modifiée en dernier lieu par la décision (UE) 2015/2101 de la BCE du 5 novembre 2015 (BCE/2015/33). JO L n° 303, 20 novembre 2015, p. 106.

⁷¹Article 5 du European Stability Mechanism - Guidelines on the Secondary Market Support Facility.

⁷²Saïnz de Vicuña, Antonio. *Legal perspectives on sovereign default*. *BIS Paper*, n°72, p. 119.

⁷³Le caractère confidentiel de l'accord du 15 février 2012 et le refus de la BCE d'y accorder accès à un fonds de pension allemand ont fait l'objet d'un recours en annulation, rejeté dans son intégralité par le Tribunal. En se limitant à transmettre une description du contenu des annexes, la BCE est considérée comme avoir satisfait aux exigences en matière d'accès aux documents. Son refus de transmettre les annexes était fondé, au regard des circonstances. Voy. Tribunal, arrêt du 4 juin 2015, *Versorgungswerk der Zahnärztekammer Schleswig-Holstein*, aff. T-376/13, Rec., ECLI :EU :T :2015 :361.

⁷⁴La valeur nominale totale des titres échangés s'établit à 42,7 milliards d'euros. Les titres ont principalement été acquis dans le cadre du programme SMP.

⁷⁵Tribunal, arrêt *Accorinti*, points 90-91 ; également déclaration de l'Eurogroupe du 21 février 2012 ; [Mario Draghi]. Interview with Frankfurter Allgemeine Zeitung. FAZ, 24 février 2012.

⁷⁶Allemand, Frédéric, *précité*.

trésorerie ne constitue pas une fin d'intérêt public mais plutôt une modalité d'optimisation de trésorerie et de diversification des risques. Les directions du Trésor comme les banques centrales pourraient être valablement concernées pour la part des titres détenus à des fins de gestion privée. Les montants en jeu ne sont pas négligeables. Les actifs financiers nets détenus par les banques centrales de l'Eurosystème pour leur compte propre connaissent une limite maximale de 470 milliards d'euros⁷⁷, conformément à l'accord établi entre la BCE et les autres banques de l'Eurosystème, en date du 14 novembre 2014⁷⁸. La détention et la gestion de ces actifs ne relèvent pas des opérations de politique monétaire et tombent sous le régime des activités que peuvent conserver les banques centrales, sous réserve qu'elles n'interfèrent pas avec les objectifs et les missions du SEBC⁷⁹.

Pour les titres émis avant le 1er janvier 2013, les États membres restent libres de modifier les exigences juridiques s'imposant aux contrats d'emprunt relevant du droit national; pour les contrats relevant d'un droit étranger, les États membres se sont engagés, lors du Conseil Ecofin informel de septembre 2002 à insérer des CAC dans les contrats d'emprunt soumis à une loi étrangère⁸⁰.

L'implication des institutions et organes de l'Union dans la restructuration grecque

La première mise en œuvre d'une restructuration ne se réalise pas selon le scénario qui vient d'être décrit mais au travers d'une "solution unique et exceptionnelle", dont le principe est approuvé par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro lors de la réunion du 26 octobre 2011⁸¹. Les autorités grecques et les investisseurs privés sont invités à s'entendre pour restructurer la dette sous la forme d'un échange volontaire⁸² de dettes⁸³. D'un montant total de 206 milliards d'euros, les titres éligibles subissent une décote de 53,5% de leur valeur faciale. L'échange volontaire concerne 85% des détenteurs privés de dette^{84 85}. Afin d'organiser l'échange à l'égard des 15% restants, le Parlement grec vote l'introduction de clauses d'action collective permettant d'étendre les conditions de décote à tous⁸⁶. Le PSI appliqué à l'égard de la Grèce a exclu les créanciers du secteur public, ce qui n'est pas sans provoquer quelques contestations judiciaires⁸⁷.

La préférence marquée par les États membres de la zone euro en faveur d'une restructuration reposant sur une logique contractuelle n'exclut pas une surveillance étroite par l'Union des négociations qui prennent place entre l'État débiteur et ses créanciers, ainsi qu'il a pu être observé à l'occasion des opérations de restructuration de la part de dette publique grecque détenue par le secteur privé. Les principes du PSI ont été discutés et arrêtés par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et détaillés par l'Eurogroupe.

⁷⁷Selon des estimations d'auteurs allemands, la limite aurait été largement dépassée, en raison des achats importants de titres opérés par la Banca d'Italia et la Banque de France. Le volume total d'actifs aurait atteint 724 milliards d'euros, avant de retomber à 600 milliards d'euros fin 2014. Voy. Nouvelle offensive allemande contre la BCE. *La Tribune.fr*, 9 décembre 2015.

⁷⁸Confidentiel à l'origine, le document a été rendu public après les vives critiques émises par la Bundesbank et les autorités allemandes. Le document est disponible sur le site de la BCE, à l'adresse suivante : http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf

⁷⁹Article 14, par. 4, des statuts du SEBC et de la BCE.

⁸⁰Hollensen, Ole. New Mechanisms for Restructuring Public Debt in Crisis Countries. *Monetary Review* [Danmarks Nationalbank], juin 2003, p. 101.

⁸¹Déclaration du sommet de la zone euro, du 26 octobre 2011. Reproduit dans Secrétariat général du Conseil, *Modalités d'organisation des travaux des sommets de la zone euro*, Luxembourg, OPOCE, mars 2013, p. 13.

⁸²La nature volontaire de l'échange permet d'éviter la qualification de l'opération comme constitutive d'un accident de crédit.

⁸³Pour une description détaillée du plan : Crédit suisse, Greece's debt exchange, Fixed Income Research, 27 févr. 2012. [URL] <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>.

⁸⁴Pour une présentation détaillée : Reserve Bank of Australia (2012), p. 30.

⁸⁵La BCE qui détient des titres de dette grecs à la suite notamment de la mise en œuvre du Securities Market Programme bénéficie d'un accord d'échange *ad hoc* conclu avec la République hellénique le 15 février 2012. Ses titres anciens sont échangés au pair (même valeur faciale, même coupon, même maturité) contre de nouveaux titres. Voy. Allemand, Frédéric. Crise des dettes souveraines : la contestation des particuliers de certaines mesures adoptées par la BCE [Commentaire des arrêts Gauweiler C-62/14 et Accorinti T-79/13]. *Journal de Droit européen*, n° 227, mars 2016, pp. 90-98 p. 96 ; Tribunal de Première instance de l'UE, arrêt du 7 octobre 2015, *Accorinti c. Banque centrale européenne*, aff. T-79/13.

⁸⁶Cette modification a en revanche été qualifiée d'accident de crédit par l'ISDA. Voy. ISDA. *News Release. ISDA EMEA Determinations committee : CDS Auction relating to The Hellenic Republic*, Londres, 19 mars 2012 ; White&Case, ISDA Committee Determines that a Credit Event has occurred with respect to the Hellenic Republic, 19 mars 2012. [En ligne] <http://www.whitecase.com/alerts-03092012-1/#.VS29JWNFs1I>, consulté le 15 avril 2015.

⁸⁷Voy. Allemand, Frédéric. *Précité*.

L'analyse de la soutenabilité de la dette publique – qui définit le niveau de la décote à appliquer, fut préparée par la Commission, agissant en liaison étroite avec la BCE, et en collaboration avec la FMI. À défaut d'une procédure clairement établie et fondée en droit, l'on observe surtout l'établissement d'aménagements pratiques, informels, sans aucun contrôle démocratique exercé. L'implication des États membres de la zone euro dans la procédure de restructuration est constatée sans avoir fait l'objet d'un encadrement précis. La part de responsabilité des différents participants gagne en confusion, là où elle exigerait clarté et certitude compte tenu des risques et des enjeux de la négociation. Comme le pressentent François Gianviti, Anne Krueger, Jean Pisani-Ferry et *alii* dès novembre 2010, le fait que l'activation des CAC porte sur un sujet dont les répercussions intéressent non pas le seul débiteur et ses créanciers, mais tous les États membres de la zone euro, conduit à ce que

“[...] governments of the affected countries to step in, thereby transforming the negotiation between a country and its private creditors into a de facto international negotiation involving states.”⁸⁸

Vers l'émergence d'un mécanisme institutionnel de restructuration des dettes publiques des États membres?

Faut-il voir dans ces aménagements pratiques l'émergence d'un mécanisme institutionnel de restructuration des dettes publiques? Ou ne s'agit-il jamais que d'une simple solution ad hoc propre au PSI grec? Le passage d'une implication informelle à une procédure institutionnelle soulèvera une série de difficultés majeures. Par ses effets sur les politiques budgétaires et la gestion de dette des États, tout dispositif communautaire dépasse les limites matérielles de la politique de coordination des politiques économiques. Une révision des traités nous semble indispensable. L'adoption d'un accord intergouvernemental serait aussi envisageable, quoique nous déplorions considérablement le recours à ces solutions situées en relation mais hors du droit de l'Union.

Les débats autour de la création d'un cadre juridique international applicable aux opérations de restructuration de la dette souveraine ne sont pas neufs, pour être lancés (ou relancés) à la suite de chaque épisode de crises de dette souveraine. Ainsi, en a-t-il été en 2001/2002 avec la proposition du FMI portée par Anne Krueger⁸⁹. La proposition sera dénoncée par les États-Unis pour son institutionnalisme, au grand dam des Européens⁹⁰. Le principe d'une approche contractuelle sera préféré, sous la forme de la généralisation de clause d'action collective dans les contrats d'émission des titres de dette. Dix ans plus tard, il semble que les Européens n'aient pas l'audace qu'ils réclamaient cependant des autres pays participants au FMI. Le choix s'est fixé rapidement autour d'un dispositif contractuel de restructuration. Aucun des rapports de réflexion produits depuis le début de la crise des dettes n'a préconisé de définir une procédure communautaire qui définisse les étapes conduisant à l'éventuelle restructuration des dettes publiques d'un État membre, à savoir la responsabilité de l'activation de la procédure, de la définition des conditions de la restructuration, de la surveillance de sa mise en œuvre et, enfin, la responsabilité pour trancher les conflits d'interprétation entre le débiteur et les créanciers concernés. Face au silence des responsables politiques, la doctrine a préconisé toute une variété de dispositifs⁹¹. Sans entrer dans le détail de la description de chacun, relevons seulement que la plupart d'entre eux reconnaissent une responsabilité centrale au MES dans la gestion de la période de pré-restructuration et dans l'organisation de la restructuration. Tous soulignent surtout la nécessité de proposer un dispositif clair qui permette une restructuration ordonnée, afin de réduire les incertitudes des investisseurs.

⁸⁸Gianviti, François ; Krueger, Anne ; Pisani-Ferry, Jean ; et alii. *Op. cité*, p. 21.

⁸⁹Krueger, Anne [FMI]. *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington, D.C.: 2002.

⁹⁰Lequesne-Roth, Caroline. *L'évolution du régime contractuel de défaut des États débiteurs européens*. [Thèse]. Bruxelles, Toulon : Université Libre de Bruxelles, Université de Toulon, 2015, p. 140 ; Gianviti, François ; Krueger, Anne ; Pisani-Ferry, Jean ; Sapir, André ; et von Hagen, Jürgen. *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution : A Proposal*. Bruxelles : Bruegel, 9 novembre 2010, p. 10-11.

⁹¹Voir la présentation des caractéristiques générales des principales propositions dans : Fuest, Clemens, Heinemann, Friedrich et Schröder, Christoph. *A Viable Insolvency Procedure for Sovereigns in the Euro Area*. *JCMS*, vol. 54, n° 2, p. 301-317.