

La loi belge du 12 juillet 2015 relative à la lutte contre les activités des fonds vautours

Olivier CREPLET¹

Avocat au barreau de Bruxelles

Associé Legacity

Julien COURBIS²

Avocat au barreau de Bruxelles

Associé Legacity

Résumé

La loi relative à la lutte contre les activités des fonds vautours a été principalement promulguée sur l'autel de l'indignation morale, et saluée au premier chef comme une victoire morale³.

Rimbaud disait que « La morale est la faiblesse de la cervelle »⁴, en ce sens qu'elle trahit souvent le naufrage, la démission de la raison. La morale est donc l'arbre qui cache la forêt de la raison, et rien n'est fondamentalement immoral qui ne soit, au prix d'une analyse, déraisonnable.

Dans la présente étude, nous nous proposons, après avoir balisé quelque peu le contexte d'émergence des fonds vautours, d'examiner les initiatives politiques et législatives dont ils ont fait l'objet, avant de porter une attention spécifique et critique sur la loi récemment adoptée en Belgique, dans une relative indifférence, pour lutter contre ces créanciers « immoraux ».

Après avoir exposé les critiques d'ordre juridique qu'appelle le texte de loi, nous chercherons à esquisser les ressorts rationnels qui sous-tendent l'indignation qu'inspirent les fonds vautours, spécialement dans le chef des politiques et des législateurs. Ces ressorts nous renvoient au cœur de la relation de l'État et du marché, ces deux grandes figures tutélaires dont l'articulation constitue la clef de voûte de la compréhension de nos sociétés. Ils devraient conduire à interroger, bien loin de la moralité supposée de tel ou tel acteur spécifique de l'univers financier, la rationalité même de nos systèmes financiers.

Summary

The law on the fight against vulture funds activities was primarily enacted on the altar of moral indignation, and hailed primarily as a moral victory.

Rimbaud said that « Morality is the weakness of the brain » in that it often betrays the sinking, the resignation of reason.

Moral is thus the tree that hides the forest of reason, and nothing is fundamentally immoral that is, at the cost of analysis, unreasonable.

In this study, we propose, having marked some context for the emergence of vulture funds, to examine the political and legislative initiatives which they were subject to, before paying specific and critical attention to the law recently adopted in Belgium, with relative indifference, to fight against these « immoral » creditors.

After having set out the legal critics that can be addressed to the legislation, we will conclude by trying to sketch the rational springs underlying the indignation inspired by the vulture funds, especially on the part of politicians and legislators. These springs bring us back to the heart of the relationship between the state and of the market, the two major tutelary figures whose articulation is the keystone to understand our societies. They should lead to drive to question, far from the supposed morality of this or that specific actor, the same rationality of our financial systems.

1. L'auteur peut être contacté à l'adresse o.creplet@legacity.eu.

2. L'auteur peut être contacté à l'adresse j.courbis@legacity.eu.

3. L'un des députés à l'origine de la proposition de loi ne pouvait, à la suite du vote, que montrer sa satisfaction : « C'est une très très grande victoire. On fait reculer avec cette loi, le comportement scandaleux, inacceptable, de ces fonds vautours qui spéculent sur la dette des États en difficultés, et au-delà de ces États, de populations qui sont souvent, malheureusement les premières victimes de ce genre de comportements spéculatifs. Donc c'est fini de venir en Belgique pour demander le paiement de dettes qui ont été acquises dans des conditions tout à fait illégitimes. Donc c'est vraiment une très grande victoire pour faire reculer ce type de spéculations qui n'aura pas droit de cité, désormais, en Belgique » (Interview RTBF du 1^{er} juillet 2015).

4. La citation est extraite du recueil de poèmes *Une saison en enfer*, « Délires II : Alchimie du Verbe », Bruxelles, 1873, p. 34.

TABLE DES MATIÈRES

I.	Quelques éléments de contextualisation	71
I.I.	Fonds vautours et dette publique	71
I.II.	Fonds vautours et restructuration de dette	74
I.III.	Les fonds vautours constituent-ils une menace réelle pour les États ?	75
I.IV.	La lutte contre les fonds vautours : une dynamique en rupture avec les « forces du marché »	76
II.	Les initiatives législatives tendant à lutter contre l'activité des fonds vautours	76
II.I.	Au niveau international, et ailleurs qu'en Belgique	76
II.II.	L'initiative belge	77
III.	Appréciation critique	84
III.I.	Un régime d'exception, pas nécessairement proportionné à l'objectif poursuivi	84
III.II.	Dépasser l'approche morale	84

I. Quelques éléments de contextualisation

I.I. Fonds vautours et dette publique

1. Alors que le concept de « *fonds vautour* » devrait *a priori* pouvoir renvoyer à toute entité rachetant à vil prix la dette d'un débiteur en difficulté⁵, il s'aperçoit qu'il est en réalité intimement rattaché à la question de la dette publique⁶.

Fondamentalement, l'explication de ce lien étroit entre les « *fonds vautours* » et la question de la dette publique tient en un élément extrêmement simple : l'État incarne, dans la perspective où se situe le créancier « *vautour* », l'« *entreprise* » pérenne par excellence, immortelle, de sorte que la démarche spécula-

trice qui caractérise ce dernier, et qui table sur l'exécution intégrale, tôt ou tard, des engagements souscrits, apparaît comme parfaitement sensée, alors même qu'elle serait absurde si elle concernait un débiteur privé, dont les difficultés financières sont susceptibles de provoquer la ruine définitive.

2. Plus spécifiquement, deux éléments particuliers permettent d'expliquer le développement d'une comportementalité de type « *vautour* » en rapport avec la dette publique :

- le premier implique un certain degré de diversification des détenteurs de la dette publique, qui a été rendu possible en l'espèce par l'émergence de véritables marchés organisés et mondialisés de la dette publique ;
- le second concerne l'absence de cadre juridique approprié encadrant les opérations de restructuration de la dette souveraine.

Examinons-les ci-dessous.

3. La diversification des titulaires de la dette publique s'est progressivement imposée à partir des années quatre-vingt, consécutivement à l'émergence et à la structuration de véritables marchés organisés de la dette publique⁷.

Cette diversification a sans aucun doute contribué à l'émergence du phénomène des fonds vautours. Celui-ci n'est en effet susceptible d'apparaître que sur la toile de fond d'une communauté disparate de créanciers, non spécifiquement connectés entre eux et ayant chacun leur agenda propre⁸, ce que seul un marché

5. La dénomination même de fonds « *vautour* » tend bien à indiquer que la comportementalité du créancier vautour se caractérise par l'achat de la dette d'une entité financièrement sinistrée (ou, pour parfaire l'analogie animale à laquelle nous invite cette dénomination, d'une entité réduite à l'état de « *carcasse financière* »).

À titre d'exemple d'évocation d'un comportement vautour en rapport avec de la dette privée, voir notamment l'achat, relayé par le journal néerlandais *De Telegraaf* dans un article du 7 août 2014 (information non vérifiée), de dettes du groupe néerlandais d'ingénierie Imtech par des fonds qualifiés de vautours en vue d'accéder à de la documentation utile dans le contexte de la fraude comptable dont celui-ci fut l'objet, en Allemagne et en Pologne, et qui a finalement conduit à sa faillite.

L'utilisation du concept de fonds vautour nous semble cependant impropre si l'idée n'est pas de spéculer sur la valeur de la dette rachetée.

6. *M.B.*, 11 septembre 2015.

7. Cette évolution a pris place dans le cadre d'un mouvement plus général tendant à la libéralisation des marchés financiers de tous bords, qu'il n'est évidemment pas le lieu de retracer ici dans son ensemble.

Au terme de cette évolution, la dette publique prend aujourd'hui essentiellement la forme d'emprunts d'État, émis sur le marché primaire puis négociés sur le marché secondaire des titres de la dette publique. Pour un aperçu détaillé et critique de cette évolution relative aux sources et aux modalités de financement de l'État, en ce qui concerne plus spécialement la France, voyez : B. LEMOINE, « L'ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché », Paris, éditions La découverte, 2016.

En Belgique, l'émission et la circulation de la dette publique sont principalement régies :

- par la loi du 2 janvier 1991 relative au marché des titres de la dette publique et aux instruments de la politique monétaire (*M.B.*, 25 janvier 1991) qui définit :
 - les instruments de la dette publique (spécialement les obligations linéaires, les certificats de trésorerie à court terme, et les titres scindés), qui sont tous dématérialisés ;
 - la liquidation des opérations portant sur de tels instruments, que ce soit sur le marché primaire ou secondaire (tâche dévolue à la Banque nationale de Belgique).
- par les arrêtés royaux d'exécution de cette loi et les arrêtés ministériels fixant le cadre des émissions publiques et les émissions particulières.

La capacité de remboursement des emprunts contractés au titre de la dette publique par les États et les collectivités publiques est évaluée par les agences de notation financière.

Les pays les moins fiables, au regard des marchés financiers et des agences de notation, peuvent avoir recours aux banques commerciales ou à des institutions internationales (Banque mondiale, Fonds monétaire international, Banques régionales de développement).

8. Voir, sur ce point, qu'il n'est pas le lieu d'aborder plus avant dans le cadre de la présente contribution : P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », in M. AUDIT (éd.), *L'insolvabilité souveraine*, Paris, Presses de Sciences Po, 2011, contribution disponible sur le lien suivant : <https://orbi.ulg.ac.be/bitstream/2268/87549/1/Vulture%20funds%20and%20sovereign%20debtors%20Wautelet.pdf>, p. 2 et p. 4.

structuré et dépersonnalisé de la dette permet d'atteindre⁹.

4. Une autre condition essentielle du développement d'une comportementalité de type « *vautour* » est l'absence de cadre contraignant de restructuration collectif de la dette publique, à la différence de ce qui prévaut pour les structures de droit privé (ainsi que, dans certains ordres juridiques, pour certaines structures de droit public¹⁰).

De ce point de vue, l'État apparaît comme un débiteur exorbitant, le seul qui puisse refuser de payer ses dettes¹¹ sans se trouver tôt ou tard attiré dans une procédure de restructuration légalement organisée, et en conservant la pleine maîtrise de ses actifs¹², sans compter par ailleurs l'immunité d'exécution dont il dispose, en règle générale, pour tout ce qui relève du cœur de ses missions et conditionne la continuité du service public (et sur laquelle nous reviendrons *infra*).

Cette absence de *corpus* juridique voué à régir les situations de défaut public ne doit pas surprendre outre mesure : elle traduit elle-même *in fine* le pouvoir

exorbitant que l'État possède en propre de statuer à tout moment, au nom de l'intérêt général bien compris, en rupture avec les acquis juridiques préexistants¹³, ceci incluant le droit, au nom de l'intérêt général, de se mettre en situation de défaut et/ou de restructurer sa dette, ainsi que l'atteste d'ailleurs la restructuration advenue dans le contexte de la crise grecque¹⁴. Il en va en quelque sorte, de la spécificité même de cet être juridique si particulier, cet être premier, que constitue l'État.

Il s'ensuit que l'État occupe, notamment en sa qualité de débiteur et au regard de la questions de la dette¹⁵, une position résolument exorbitante, qui semble se situer aux antipodes de la situation de faiblesse et de détresse supposées dans laquelle celui-ci est généralement décrit se trouver dans le contexte des litiges qui l'opposent aux fonds vautours.

Ceci permet également sans doute d'expliquer en quoi les réflexions menées et les suggestions formulées il y a plus de dix ans déjà par le Fonds monétaire international en vue de la mise en place, sous son égide, d'un mécanisme institutionnel de restructuration de la

9. Il est d'ailleurs remarquable de constater que l'action des fonds vautours a pu s'adosser utilement sur la tendance très généralisée des systèmes juridiques à concevoir l'engagement d'une dette par un État, fût-ce pour les besoins de ses politiques publiques, comme n'étant pas un acte *de iure imperii* (c'est-à-dire un acte relevant de l'exercice de la puissance publique), mais un acte s'inscrivant dans le cadre d'une transaction commerciale de type horizontal, pour laquelle l'État ne saurait jouir de l'immunité de juridiction que lui reconnaît le droit international public (sur ce point, voir : P. WAUTELET, *ibid.*, pp. 4 et 5). Or, une telle position est tout particulièrement recevable dans un contexte où l'emprunt public s'effectue principalement par le truchement d'émissions effectuées à destination de marchés de la dette publique organisés comme tels (beaucoup plus, *a priori*, que dans le contexte d'un emprunt prenant la forme d'une convention directe entre États ou entre sujets de droit international public, et un peu plus, sans doute, que dans le contexte d'un prêt syndiqué consenti par un groupe d'établissements financiers).
10. Le droit fédéral américain connaît un régime uniforme de redressement des collectivités publiques (« *municipalities* »), qui fait l'objet du chapitre 9 de la loi fédérale sur les faillites du 6 novembre 1978, actuellement Code de la faillite (*Bankruptcy Act*).
11. Voir notamment le cas du défaut argentin de décembre 2001, que nous évoquerons brièvement.
12. Voir, sur ce point : P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », *op. cit.*, p. 45.
13. Voir notamment, pour un exemple symptomatique d'une intervention de type expropriatoire opérée au nom de l'intérêt général (n'impliquant cependant pas, comme telle, un défaut de l'État), les décisions prises par les États belge et néerlandais dans le contexte de la crise de liquidité traversée par le groupe Fortis à l'automne 2008, qui ont impliqué la montée des autorités publiques dans le capital des sociétés belge et néerlandaise de Fortis Banque puis la cession forcée, à ces mêmes autorités publiques, de l'ensemble des parts restantes de ces sociétés bancaires, en vue de la cession d'une partie d'entre elles à des opérateurs bancaires concurrents, ces transferts forcés impliquant la réalisation d'une véritable expropriation au détriment des actionnaires des sociétés faitières, lesquels ont vu leurs titres être coupés, sans réelle indemnisation, d'une partie très substantielle du patrimoine du groupe financier dont ils représentaient une fraction. Notons cependant que les opérations ont, à la suite d'une décision judiciaire largement médiatisée et qui fera date dans l'histoire judiciaire, été soumises à l'approbation des actionnaires concernés, lesquels se sont finalement, après un premier refus et une modification des accords passés, prononcés en leur faveur. Relevons également que ces mêmes opérations ont donné lieu à une requête en arbitrage international, déposée par le groupe d'assurance chinois Ping An, premier actionnaire de Fortis, auprès l'ICSID (Centre international de règlement des différends liés à l'investissement, membre du groupe Banque mondiale), en raison d'une violation de certaines dispositions des Traités d'investissement bilatéraux belgo-chinois. L'ICSID s'est déclaré sans pouvoir de juridiction *ratione temporis*, en se fondant sur une interprétation minutieuse des clauses d'arbitrage contenues dans les Traités précités. Une version intégrale de la sentence est disponible sur le lien suivant : https://icsid.worldbank.org/ICSID/FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC5912_En&caselId=C2463.
14. La restructuration advenue dans le contexte de la crise de la dette grecque atteste que la réalisation d'une restructuration ordonnée de l'endettement public n'implique pas nécessairement l'existence d'un cadre juridique préexistant, légal ou conventionnel, permettant d'y impliquer l'ensemble des créanciers. Il s'aperçoit en effet que la restructuration de la dette privée grecque qui a été décidée comme l'un des axes de résolution de cette crise a été réalisée *sur un mode contraignant pour tous les investisseurs*, par le truchement combiné de dispositions *ad hoc* adoptées par le législateur grec, pour l'essentiel, et des clauses d'action collective contenues dans certains des emprunts sujets à restructuration, dans une moindre mesure. Ceci permettait d'exclure raisonnablement tout comportement vautour ancré dans un refus de participer à l'opération de restructuration. Du même coup, cela démontre qu'une restructuration contraignante pour tous les créanciers peut être réalisée en l'absence de cadre juridique préexistant, lorsque les impératifs d'intérêt général qui la commandent sont évidents, et offrent du même coup la justification idoine d'une action politique et législative *ad hoc*. La crise persistante de la dette publique grecque, qui a fait ressurgir le spectre d'une défaillance étatique au cœur même du paysage européen, a connu divers épisodes. L'un de ces épisodes a impliqué, au début de l'année 2012, une restructuration très importante de la dette publique grecque possédée par les banques et institutions privées, l'une des plus importantes de l'histoire financière, qui prit la forme d'un échange de titres et dont la réalisation conditionnait un renflouement organisé conjointement par le FMI, la BCE et les États membres de la zone euro (la fameuse « *troïka* »). Cette restructuration, à la différence de ce qui a prévalu pour la crise argentine, s'est avérée contraignante pour tous les porteurs de titres, par le truchement combiné d'une intervention du législateur grec (concernant en substance les emprunts soumis à la loi grecque) et (plus marginalement) de clauses d'action collective insérées dans les émissions non soumises au droit grec. Sur cet aspect de la crise grecque, et sur la compatibilité de cette forme d'expropriation publique (puisque puisant sa source, pour l'essentiel, dans une norme légale *ad hoc*, et non dans une clause contractuelle de l'emprunt) avec les exigences des droits de l'homme (spécialement le droit à la propriété), voir notamment : P. WAUTELET, « The Greek Debt Restructuring and Property Rights. A Greek Tragedy for Investors ? », in *Liberæ Cogitationes Liber Amicorum Marc Bossuyt*, Anvers, Intersentia, 2013, pp. 903 à 927. Dans une phase ultérieure, qui a suivi l'accession de Syriza au pouvoir au début de l'année 2015, la situation de crise a refait surface, compte tenu de la volonté des nouveaux dirigeants de renégocier un accord et d'obtenir une remise partielle de la dette. Ceci a débouché sur un nouvel accord, n'impliquant cependant pas de remise en cause de la restructuration de la dette privée grecque advenue trois ans plus tôt, ni de modification des termes du soutien financier consenti par le FMI au terme de l'accord antérieur, ce dernier ayant, compte tenu de son analyse actualisée concernant la soutenabilité de la dette grecque, décidé de subordonner son consentement à envisager tout nouveau plan de sauvetage à un accord préalable des créanciers sur un allègement supplémentaire de la dette, lequel n'advient finalement pas.
15. Et du droit en général, dont la dette n'est qu'une illustration.

dette publique¹⁶ n'ont pas été suivies d'effets concrets à ce jour.

Et si la question a récemment fait l'objet d'une attention spécifique de la part des Nations Unies¹⁷, il est loin d'être acquis que la pénétration du scénario de défaut d'un État dans le droit (international) positif constitue une échéance de court ou de moyen terme¹⁸, indépendamment même de la question de savoir s'il pourrait s'agir d'une issue souhaitable¹⁹.

À vrai dire, l'état actuel de l'organisation juridique des problématiques de restructuration d'une dette entre un débiteur public en difficulté et ses divers créanciers semble plus justement incarné par des institutions telles que le Club de Paris²⁰ et le Club de Londres, qui se contentent d'aménager un cadre de négociation plus ou moins formalisé en vue du règlement coordonné des difficultés de dette publique.

Le seul véritable cadre juridique formel et ouvertement inscrit dans le droit international est finalement celui, à la fois spécial et subsidiaire, de l'Initiative conjointe du FMI et de la Banque mondiale en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), mis en place il y a une vingtaine d'années²¹.

5. En l'absence de cadre contraignant préétabli, il demeure bien entendu possible de recourir à l'autonomie de la volonté et à l'insertion de clauses *ad hoc* dans les conventions d'emprunt²².

Cette solution contractuelle, que d'aucuns considèrent d'ailleurs comme suffisante, s'est considérablement développée ces dernières années. C'est ainsi que les clauses d'action collective (CAC) ou d'autres dispositions contractuelles similaires ou complémentaires²³ destinées à permettre une éventuelle restructuration

16. Voir spécialement A. O. KRUEGER, « A New approach to Sovereign Debt Restructuring Process », FMI, avril 2002, www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf; FMI, « The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations », 27 novembre 2002, www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/112702.pdf. Selon cet auteur, l'objectif principal d'un cadre juridique approprié pour la restructuration de dettes publiques est « *to provide a framework for the orderly, predictable, and rapid restructuring of debt problems in a manner that preserves value for the benefit of both the debtor and its creditors* ». Il en va donc de l'intérêt du débiteur mais aussi de celui des créanciers.

Voir également pour une mise en balance des cadres juridiques possibles pour la résolution de la crise des dettes souveraines, entre l'approche institutionnelle du FMI et l'approche contractuelle qui est (notamment) celle du Trésor américain : S. LEVASSEUR et C. RIFFLART, « Crise de dette souveraine, vers une nouvelle résolution ? », *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, 2003, pp. 83 à 131, disponible sur le lien : <https://halshs.archives-ouvertes.fr/hal-01019408/document>.

Voir encore l'appel de l'économiste américain J. STIGLITZ pour un mécanisme de supervision et de résolution des crises de la dette souveraine élaboré au niveau des Nations Unies ou au sein d'une nouvelle enceinte mondiale : « Sovereign debt needs international supervision », paru dans le journal *The Guardian* du 16 juin 2015, consultable sur le lien suivant : www.theguardian.com/business/2015/jun/16/sovereign-debt-needs-international-supervision.

La doctrine juridique se prononce également en faveur de la création, sous l'égide des Nations Unies, d'une juridiction supranationale pour le règlement de tous les contentieux liés aux dettes publiques appliquant les normes élaborées au niveau mondial, laquelle « constituerait une heureuse initiative permettant d'endiguer la pratique du *forum shopping* » : D. PHILIPPE, « Initiatives législatives en matière de fonds vautours : portée et efficacité », in « Fonds vautours : rationalité, éthique et solution », *Dounia (Revue d'intelligence stratégique et des relations internationales)*, n° 5, 2012, p. 94.

17. Une résolution a en effet été adoptée par l'Assemblée générale des Nations Unies le 10 septembre 2015 (soit peu de temps après l'aboutissement de la loi belge examinée ci-après), visant à établir un ensemble de principes fondamentaux des opérations de restructuration de la dette souveraine.

Ces principes comportent notamment :

- le droit de tout État de restructurer sa dette souveraine ;
- l'obligation du débiteur souverain et de tous ses créanciers, au nom de la bonne foi, de s'engager dans des négociations constructives en vue de la restructuration de la dette souveraine et dans les autres phases des opérations de restructuration dans le but de rétablir promptement et durablement la viabilité de la dette et le service de la dette ainsi que d'obtenir le soutien d'une masse critique de créanciers grâce à un dialogue constructif concernant les conditions de restructuration ;
- l'absence de toute discrimination arbitraire entre créanciers ;
- le respect du principe de l'immunité souveraine de juridiction et d'exécution et du caractère restrictif des exceptions à celui-ci ;
- le fait que l'application des accords de restructuration de la dette souveraine approuvés par une majorité qualifiée de créanciers d'un État ne puisse être « *compromise, remise en question ou autrement entravée par d'autres États ou une minorité non représentative de créanciers, qui sont tenus de se conformer aux décisions adoptées par la majorité* » (allusion est ici faite aux fonds vautours, ceci impliquant qu'« *il faut inciter les États à inclure des clauses d'action collective dans leurs futures émissions d'emprunts souverains* »).

Si ces principes tracent l'ébauche d'un cadre général applicable à toute restructuration de dette souveraine, on demeure bien loin d'un régime organisé et institutionnalisé, auquel tout État confronté à des difficultés pourrait faire appel en vue de la réorganisation de sa dette publique.

La résolution est disponible sur le lien www.un.org/fr/documents/view_doc.asp?symbol=A/RES/69/319. Pour le compte-rendu de séance, voir www.un.org/fr/documents/view_doc.asp?symbol=A/69/PV.102. Pour le communiqué de presse, voir www.un.org/press/fr/2015/ag11676.doc.htm. La résolution fait suite à des résolutions antérieures et aux travaux du Comité spécial des opérations de restructuration de la dette souveraine (voir www.un.org/apps/news/fr/story.asp?NewsID=33262#.Vr8sdcY2Wc).

Rappelons que les résolutions de l'Assemblée générale des Nations Unies, de même que celles du Conseil des droits de l'homme (qui seront évoquées *infra*), n'ont pas de valeur contraignante en droit international public.

18. Comme en témoigne d'ailleurs l'équilibre des votes concernant cette résolution de l'Assemblée générale, puisque celle-ci a été adoptée par 136 voix pour, 6 contre (Allemagne, Canada, États-Unis, Israël, Japon et Royaume-Uni) et 41 abstentions. En règle générale, les marchés émergents sont davantage demandeurs d'un tel cadre juridique, estimant que son absence implique une plus grande difficulté à attirer vers eux les capitaux de long terme.

19. La question de la réglementation « *en lettres d'or* » des situations de défaut étatique nous paraît engager la cohérence même des systèmes juridiques. L'hypothèse même d'un défaut public ne paraît en effet pas, à vrai dire, envisageable dans un État de droit. Il en va d'une sorte de tabou, de barrière infranchissable où se joue la cohérence du système dans son ensemble.

20. www.clubdeparis.org/fr.

21. Cette initiative, menée sous l'égide conjointe du FMI et de la Banque mondiale à partir de 1996, étendue et renforcée en 1999 puis complétée par l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) en 2005 (qui concerne la dette bilatérale et multilatérale des pays concernés, une fois ceux-ci arrivés au bout de l'initiative PPTE) permet aux États fort endettés d'obtenir une réduction de leur endettement existant au moment du « *point de décision* » vis-à-vis des créanciers du secteur public (bilatéraux ou multilatéraux) ou garantis par le secteur public, spécifiquement déterminée à l'aune de l'insoutenable de leur dette, programmée et conditionnée par la mise en place de réformes et l'élaboration d'un document de stratégie pour la réduction de la pauvreté. D'abord intérimaire et provisoire, l'allègement consenti devient définitif et irrévocable lors de l'accession au point d'achèvement, conditionnée par la démonstration par l'État concerné de l'accomplissement de bonnes performances, de l'exécution des réformes décidées au point de décision et de la mise en œuvre pendant un an du document de stratégie pour la réduction de la pauvreté. Elle concerne une quarantaine de pays, dont la dette est jugée comme « *non soutenable* » et dont l'essentiel est situé en Afrique subsaharienne. La fiche technique concernant cette initiative est disponible sur le lien suivant : www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/hipcf.htm.

22. Dans cet exercice, le débiteur veillera à ne pas dégrader les conditions financières de l'emprunt, mais ce risque ne devrait pas être exagéré, en l'espèce, s'agissant de clauses tendant à organiser, sur une base plus ou moins contraignante, une possible restructuration de la dette lorsque le débiteur fait face à des difficultés financières dûment objectivées.

23. Ainsi en va-t-il par exemple de la clause autorisant une majorité de créanciers à bloquer les actions judiciaires minoritaires qui seraient entreprises avant qu'un accord de restructuration ne soit passé, qui est censé éviter que des créanciers individuels ne perturbent le processus de négociation par des actions judiciaires. Voir A. O. KRUEGER, « A New approach to Sovereign Debt Restructuring Process », *op. cit.*, p. 16.

ordonnée de la dette²⁴ se sont généralisées depuis une bonne dizaine d'années, sous l'impulsion, la caution et la recommandation de plusieurs instances et autorités financières internationales²⁵.

Ces clauses n'offrent cependant, quel que puisse être le soin apporté à leur rédaction²⁶, qu'une solution partielle et imparfaite, qui n'est pas de nature à pallier entièrement l'absence de cadre « *statutaire* »²⁷, ne fût-ce que parce qu'elle ne sont pas reprises dans bon nombre d'emprunts du passé.

Ces dispositions contractuelles peuvent d'ailleurs avoir des effets inattendus. Ainsi en va-t-il de la clause *pari passu*, que l'on retrouve dans de très nombreux emprunts obligataires, et qui tend à organiser, sur une base contractuelle, une situation relativement équivalente à celle de la loi du concours et du traitement égalitaire des créanciers incarné par la distribution au marc le franc. Assez paradoxalement, cette clause a été invoquée à plusieurs reprises par les fonds vautours eux-mêmes, à l'appui de leurs revendications à l'encontre des débiteurs souverains qui demeuraient en défaut à leur égard tout en poursuivant l'exécution de la partie de leur dette ayant été restructurée, en général d'ailleurs avec d'assez notables succès²⁸.

I.II. Fonds vautours et restructuration de dette

6. Ainsi qu'en atteste ce qui précède, il existe un lien étroit entre les opérations de restructuration de la dette

publique, dont ces dernières décennies n'ont pas été avarées²⁹ ³⁰, et le comportement des fonds vautours.

Et, de fait, une corrélation manifeste peut être tracée entre le contentieux judiciaire initié par les fonds vautours et certains épisodes de crise de la dette publique qui ont débouché sur une restructuration, comme en témoigne particulièrement l'exemple du défaut argentin de décembre 2001³¹, qui demeure, il est vrai, le plus important défaut étatique de l'histoire financière³².

7. Ce lien semble pouvoir s'expliquer naturellement par la dynamique même du processus de restructuration de dette publique opéré hors de tout cadre juridique préétabli.

Invités à se prononcer sur une restructuration de dette publique proposée par leur débiteur, les créanciers semblent en effet rationnellement conduits à ne pas y souscrire, dans l'espoir de pouvoir tirer bénéfice de l'éventuel effort fourni par les autres créanciers, et de retrouver une efficacité perdue dans la mise en œuvre de leurs droits vis-à-vis du débiteur, à la mesure de l'amélioration de sa situation financière consécutive à la restructuration partielle de sa dette.

Chaque créancier étant supposé obéir à cette logique, aucune chance, fût-elle partielle, ne serait en fin de compte donnée au processus de restructuration d'aboutir.

24. Voir notamment les clauses d'agrégation, qui autorisent à inclure l'ensemble des titres d'emprunt émis par un État et tombant sous leur champ d'application dans les négociations.

25. Voir, sur ces clauses, et les efforts faits notamment par le G10 et au niveau de l'Union européenne ou de la zone euro pour en systématiser l'usage, P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », *op. cit.*, pp. 27 et s.

Voir également le rôle très actif de l'ICMA (International Capital Market Association) qui a élaboré des modèles de clauses d'action collective (et de clauses *pari passu* – voir *infra*) à utiliser dans les émissions de titres de la dette publique. Les modèles peuvent être consultés sur le site de l'association, au lien suivant : www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/. Ces initiatives ont été soutenues par le FMI (voir www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2014/NEW100614A.htm) et le G20, ainsi que l'indique d'ailleurs la Banque nationale de Belgique dans l'avis qu'elle a rendu sur la proposition de loi tendant à lutter contre les fonds vautours.

26. En principe, le droit des contrats propose assurément les outils juridiques permettant au débiteur d'altérer collectivement la situation des créanciers dans certaines situations, par exemple en cas de difficultés financières avérées, en se fondant sur une clause préexistante de la convention d'emprunt lui en donnant l'autorisation. L'on peut songer particulièrement à la théorie de la *partijbeslissing*. Ceci étant, une modification unilatérale des termes de l'emprunt, par le débiteur, sur la base d'une clause contractuelle l'autorisant à opérer de la sorte, pourrait se heurter au droit de la consommation et, plus spécifiquement, à l'interdiction des clauses abusives.

27. Voir notamment, à ce propos, A. O. KRUEGER, « A New approach to Sovereign Debt Restructuring Process », *op. cit.*, pp. 30 à 33.

28. Voir, sur cette clause et l'interprétation extensive dont elle a pu faire l'objet, notamment de la part des juridictions belges, dans plusieurs affaires retentissantes : P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », *op. cit.*, pp. 30 à 34.

Voir également, plus récemment, la même interprétation extensive qui en a été donnée par un Tribunal de New York puis par la cour d'appel, à la date du 26 octobre 2012, dans le cadre du litige opposant l'État argentin au fonds NML CAPITAL : www.financierworldwide.com/the-pari-passu-clause-as-applied-in-argentina-sovereign-bonds-litigation/#.VsMxGMYi2Wc.

Cette interprétation a suscité une réaction de la part du FMI, qui a formulé, en octobre 2014, quelques suggestions concernant cette clause, mais également les clauses d'action collective. Voir notamment : www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/420393/dette-le-fmi-veut-eviter-la-repetition-d-un-scenario-a-l-argentine.

29. Voir notamment, dès avant les initiatives prises en faveur de PPTE et outre les cas déjà cités de l'Argentine et de la Grèce, les Brady Bonds qui furent offerts, à partir de 1982, à de nombreux pays en voie de développement situés en Amérique latine qui étaient en cessation de paiement de leurs emprunts auprès de banques étrangères, par le Trésor américain avec la coopération du FMI, de la Banque mondiale et de la Federal Reserve. Ces instruments prirent la forme d'obligations libellées en dollar américain, à échéance de trente ans, partiellement garanties par les États-Unis, à condition que les créanciers abandonnent plus de 50 % de leurs créances.

30. À l'appui de ces restructurations, toute une tradition plus ou moins théorique s'est efforcée de démontrer que la restructuration de la dette pouvait être, en scénario de crise, une voie de sortie rationnelle, c'est-à-dire bénéfique pour les deux parties, compte tenu notamment des effets de la restructuration sur la capacité de remboursement de l'État débiteur (généralement redorée sinon restaurée par celle-ci), et, plus généralement, sur la valeur de la dette sur le marché secondaire. Voir notamment, à cet égard : A.M. NYEMBWE, « Crises de la dette dans les pays en développement et dans la zone euro : incitations rationnelles des fonds vautours et annulation de dette », in « Fonds vautours : rationalité, éthique et solution », *Dounia, op. cit.*, pp. 46 et s., spécialement p. 49.

31. Voir notamment, sur cet épisode : M. WEISBROT, « En Argentine, les fonds vautours tenus en échec », *Le Monde diplomatique*, octobre 2014, pp. 18 et 19, disponible (pour les abonnés) sur www.monde-diplomatique.fr/2014/10/WEISBROT/50852.

Après un intransigeant bras de fer judiciaire de longue haleine sur fond d'absence de paiement par l'État argentin, ce dernier semble s'être finalement engagé, très récemment, dans la voie d'un règlement amiable de l'affaire, moyennant le paiement de la dette assortie d'une décote. Voir notamment, à cet égard : www.rtf.be/info/monde/amerique-du-sud/detail_dette-l-argentine-propose-aux-fonds-vautours-de-rembourser-avec-25-de-decote?id=9206358 et aussi www.liberation.fr/planete/2016/03/01/l-argentine-solde-son-contentieux-avec-les-fonds-vautours_1436698.

32. Le défaut a concerné une dette de plus de 85 milliards USD.

L'un dans l'autre, c'est toute la figure de la restructuration collective qui paraît ainsi impossible en dehors de tout cadre préétabli, tout se passant comme si la communauté des créanciers d'un même débiteur en difficulté³³ répondait à une dynamique naturellement centrifuge, la mettant constamment en proie au désagrégement, et rendant *ab initio* illusoire l'aboutissement même du processus de restructuration.

L'hypothèse de la restructuration partielle (c'est-à-dire n'impliquant pas l'ensemble des créanciers) illustre, par l'absurde en quelque sorte, à merveille cette difficulté : il s'aperçoit en effet qu'une telle restructuration emporte un effet de transfert conduisant non seulement à des inégalités entre les créanciers mais également à la neutralisation des effets bénéfiques de la restructuration elle-même pour le pays concerné, puisque l'effort consenti par les créanciers ayant participé à la restructuration est ruiné par la vigueur redoublée des créanciers ayant refusé d'y souscrire. Cet effet de transfert, qui a été dénoncé à de multiples reprises, est d'ailleurs au cœur même de l'approche critique du phénomène des fonds vautours³⁴.

8. Dans un tel contexte, on l'aura compris, la mise en place d'outils contraignants de convergence des voix des créanciers constitue un enjeu essentiel, qui conditionne la réalisation même d'une opération de restructuration multilatérale.

Et, à cet égard, les initiatives tendant à brider le comportement des fonds vautours apparaissent comme un moyen juridique de premier plan permettant de réaliser cette convergence, lorsqu'aucune autre mesure n'a été mobilisée, par exemple lorsqu'aucune clause de l'emprunt ne résout adéquatement la problématique.

Aussi retiendrons-nous que la restriction des capacités d'action des fonds vautours peut apparaître comme un instrument étroitement lié à la faisabilité même des opérations de restructuration de la dette publique, lorsqu'aucun autre moyen juridique ne rend possible la convergence des voix des créanciers appelés à se prononcer sur une telle restructuration.

Ceci nous éclaire en tout cas sur un point essentiel pour notre propos : la lutte contre les fonds vautours est inspirée de raisons qui débordent largement la seule relation entre ceux-ci et l'Etat débiteur et/ou la

supposée immoralité de leur comportement, pour s'inscrire au cœur même de la faisabilité des opérations de restructuration multilatérale de la dette publique.

En ce sens, le phénomène mériterait sans doute une approche objective, bien davantage que l'approche morale et stigmatisante sous laquelle il est généralement abordé lorsqu'il est question de légiférer à son sujet.

I.III. Les fonds vautours constituent-ils une menace réelle pour les États ?

9. L'appréciation de la pertinence des initiatives qui sont prises pour lutter contre l'activité des fonds vautours suppose également que l'on s'interroge quant à la réalité de la menace qu'ils font peser, comme tels, sur les États en difficulté.

Outre qu'il est *a priori* insolite d'imaginer qu'un État puisse être livré, sans défense, à la merci des initiatives de quelques créanciers privés portant atteinte à ses intérêts³⁵, il est surtout question de se demander si l'arsenal du droit positif existant n'offre pas déjà un cadre de protection suffisamment efficace à ce débiteur très particulier qu'il incarne, pour contrecarrer les velléités des fonds vautours.

10. Une observation liminaire s'impose, qui vient légitimer en quelque sorte notre interrogation : si un abondant contentieux s'est effectivement développé, ces trois dernières décennies, entre plusieurs fonds vautours et divers États en proie à des difficultés financières, il s'aperçoit que ce contentieux n'a que très marginalement débouché sur un recouvrement effectif, total ou partiel, des sommes réclamées à charge des États concernés³⁶.

C'est que ceux-ci disposent, à l'analyse, d'un arsenal de protection non négligeable, et bien légitime du reste, pour faire face aux revendications de leurs créanciers. Cet arsenal s'exprime principalement au stade ultime de la mise en œuvre des droits du créancier, c'est-à-dire au niveau des *possibilités d'exécution forcée* qui peuvent être déployées à l'encontre de l'État défaillant³⁷.

Les créanciers vautours ayant fait preuve d'une grande

33. L'hypothèse évoquée ici est celle d'une communauté éparpillée, sans liens de solidarité particuliers, telle qu'elle résulte d'un véritable marché organisé de la dette publique, ainsi que nous l'avons évoqué *supra*.

34. Voir notamment, sur cet effet de transfert : D. PHILIPPE, « Initiatives législatives en matière de fonds vautours : portée et efficacité », *op. cit.*, pp. 84 et 85.

35. Par définition, l'État n'est-il pas en effet le mieux armé pour lutter, par les armes de droit dont il est le dépositaire, contre les initiatives qui portent atteinte à ses intérêts ? Certes, il est tenu au respect rigoureux du principe de l'État de droit, mais ce dernier n'est pas bafoué, on le sait, par l'adoption de mesures restrictives ou suppressives de droits existants, lorsque l'intérêt général requiert, de façon impérieuse, que de telles mesures soient prises.

36. P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », *op. cit.*, p. 42 ; voir toutefois, par contraste, certains cas évoqués dans les développements de la proposition de loi, qui semblent s'être soldés sur des paiements effectifs : *Doc. parl.*, Chambre, sess. ord. 2014-2015, n° 54-1057/001, pp. 3 à 5.

37. Relevons, à cet égard, et rien qu'en droit belge, le régime d'insaisissabilité (de principe) des biens appartenant à l'État, aux Régions, aux Communautés, aux provinces, aux communes, aux organismes d'intérêt public et généralement à toutes personnes morales de droit public, énoncé par l'art. 1412bis du Code judiciaire. L'insaisissabilité ne concerne cependant pas « les biens qui ne sont manifestement pas utiles à ces personnes morales pour l'exercice de leur mission ou pour la continuité du service public ». Voir, plus en détail, sur ce régime : G. DE LEVAL (dir.), *Droit judiciaire*, t. II, Manuel de procédure civile, Bruxelles, Larcier, 2015, pp. 1260 à 1263.

créativité pour contourner ces mesures de protection³⁸, les législations nationales ont par ailleurs été adaptées, çà et là, pour combler les lacunes existantes³⁹.

L'un dans l'autre, il s'aperçoit que l'État dispose ainsi de moyens concrets, complets et efficaces pour faire barrage à la mise en œuvre ultime de leurs droits par les fonds vautours, et cantonner *in fine* le réel pouvoir de ces derniers à un simple pouvoir d'usure pouvant éventuellement déboucher sur un accord transactionnel avec l'État concerné.

Partant, il convient de relativiser sérieusement, nous semble-t-il, tant le pouvoir de nuisance des fonds vautours que la menace réelle qu'ils font peser sur les États rencontrant des difficultés de dette publique.

I.IV. La lutte contre les fonds vautours : une dynamique en rupture avec les « forces du marché »

11. La lutte contre les fonds vautours – en tant qu'elle consiste à réduire, hors leur consentement, les droits qu'ils ont librement acquis sur un marché de la dette publique, et à brider une dynamique qui, quelle que soit sa moralité, s'appuie toute entière sur les forces du marché – œuvre invariablement contre la logique dudit marché.

De ce point de vue, on peut la rapprocher d'autres initiatives qui ont été prises pour sécuriser les marchés de la dette publique contre certains outils de spéculation,

ségalement dans la foulée de la crise financière de 2008⁴⁰ : dans les deux cas, il s'agit de brider les forces du marché, d'en annihiler ou d'en atténuer certains effets en vue d'éviter des conséquences jugées indésirables, sans porter toutefois atteinte au principe du marché lui-même.

Il y a là un paradoxe pour le moins interpellant, sur lequel nous reviendrons brièvement *infra*, et dont l'ampleur se mesure à l'aune des efforts considérables que les États ont par ailleurs investis, ces dernières décennies, dans la constitution et la structuration de vastes marchés financiers supposés « *efficients* ».

II. Les initiatives législatives tendant à lutter contre l'activité des fonds vautours

II.1. Au niveau international, et ailleurs qu'en Belgique

12. À l'heure actuelle, aucune régulation n'existe à l'échelle européenne ou mondiale, même si les Nations Unies se sont récemment intéressées à la question.

Une résolution du Conseil des droits de l'homme des Nations Unies⁴¹ a en effet été adoptée le 23 septembre 2014, en vue de condamner les activités des fonds vautours, considérées comme compromettant la capacité des gouvernements à s'acquitter de leurs obli-

38. En saisissant notamment des flux financiers en provenance de tiers, en essayant d'enrayer au nom du principe *pari passu*, l'exécution de paiements vers d'autres porteurs de titres de la dette publique restructurée ou en s'attaquant aux avoirs des Banques centrales ou d'autres émanations des États défaillants. Voir, pour un aperçu général de ces initiatives, et des modifications législatives auxquelles elles ont donné lieu : P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », *op. cit.*, pp. 30 à 40.

39. C'est ainsi qu'en Belgique, la loi du 6 avril 2008 visant à empêcher la saisie ou la cession des fonds publics destinés à la coopération internationale, notamment par la technique des fonds vautours (*M.B.*, 16 mai 2008) a rendu, en substance, insaisissables et incessibles les sommes et biens dédiés à la coopération internationale belge et à l'aide publique belge au développement, dans l'objectif de mettre un terme à diverses mesures de saisie qui avaient été effectuées, dans les mains des autorités belges, par des fonds vautours, sur des créances que possédait la République Démocratique du Congo au titre de la coopération au développement. Voir notamment, sur cette loi : P. WAUTELET, *ibid.*, pp. 21 et 22 ; A. HANSEBOUT, « De wet van 6 april 2008 : over onbeslagbaarheid in aasgierfondsen », *R.W.*, 2008, pp. 595 à 597.

D'autres initiatives prohibant toute forme de mesure susceptible de perturber le bon fonctionnement des systèmes de paiement ou restreignant les possibilités d'exécution à l'encontre des États étrangers ont également été prises.

Ainsi la loi « *finalité* » du 28 avril 1999 a-t-elle été adaptée par une loi du 19 novembre 2004 modifiant la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, la loi du 9 juillet 1975 relative au contrôle des entreprises d'assurances, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et la loi du 28 avril 1999 visant à transposer la directive 98/26/CE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (*M.B.*, 28 décembre 2004), pour étendre la protection accordée aux comptes règlement sur espèces d'un système de paiement ou de règlement des opérations sur titres.

La disposition initiale, qui énonçait en substance l'interdiction pour un participant, une contrepartie ou un tiers de saisir, mettre sous séquestre ou bloquer d'une manière quelconque « *tout compte de règlement sur espèces auprès d'un organisme gestionnaire ou d'un agent de règlement d'un système* », fut étendue à « *tout transfert de sommes, via un établissement de crédit de droit belge ou étranger, à porter à un tel compte de règlement sur espèces* ».

Des mesures spécifiques ont également été prises pour rendre insaisissables les avoirs détenus en Belgique par les banques centrales étrangères (en ce compris leurs réserves de change) et par les autorités monétaires internationales (art. 1412*quater* du Code judiciaire, introduit par la loi du 24 juillet 2008 en vue d'instituer une immunité d'exécution à l'égard des avoirs de banques centrales étrangères et d'autorités monétaires internationales, *M.B.*, 14 août 2008).

Enfin, la récente loi du 23 août 2015 insérant dans le Code judiciaire un art. 1412*quinquies* régissant la saisie de biens appartenant à une puissance étrangère ou à une organisation supranationale ou internationale de droit public a sensiblement réduit les possibilités de saisie à l'encontre de biens appartenant à des États étrangers situés sur le territoire du Royaume, *M.B.*, 3 septembre 2015. La loi est entrée en vigueur le 13 septembre 2015.

40. Ainsi en va-t-il spécialement des initiatives importantes qui ont été prises pour réduire la spéculation (à la baisse) sur les marchés fragilisés de la dette souveraine, et l'accélération de la dégradation des conditions d'emprunt des États susceptible de résulter d'une telle spéculation. Dans ce contexte a notamment été adopté, au niveau européen, le Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (*J.O.*, n° L 86 du 24 mars 2012, pp. 1 et s.). Ce règlement tend à éviter l'utilisation « *à nu* » (*i.e.* sans détention du titre de dette sous-jacent) de CDS (« *credit default swap* ») et de la technique de la vente à découvert (« *short selling* ») en rapport avec les instruments de la dette publique. L'interdiction de ces instruments doit permettre d'éviter qu'une pression spéculatrice s'exerce sur les États connaissant des difficultés de dette publique ne vienne durcir encore les conditions d'emprunt de ces derniers ou n'aboutisse à accélérer leur exclusion pure et simple des marchés de la dette.

41. Le Conseil a été créé par l'Assemblée générale de l'ONU, le 15 mars 2006, avec le but principal d'aborder des situations de violation de droits de l'homme et d'émettre des recommandations à leur encontre. Il se compose de quarante-sept États membres élus par l'Assemblée générale à la majorité absolue pour une période de trois ans et non rééligibles après deux mandats consécutifs. Le siège du Conseil est à Genève, en Suisse. Son secrétariat est assuré par le Haut-Commissariat des Nations Unies aux droits de l'homme.

gations en matière de droits de l'homme, et d'inviter les États à « envisager la mise en place de cadres juridiques afin de restreindre les activités prédatrices des fonds vautours dans leur juridiction »⁴².

13. Dans certains États, tels que la France⁴³ et les États-Unis⁴⁴, des initiatives parlementaires ont été amorcées, mais n'ont pas abouti.

Au Royaume-Uni, le « *Debt Relief (Developing Countries) Act 2010* » a été adopté le 8 avril 2010⁴⁵. Sa particularité principale est de calquer assez strictement son champ d'application sur l'initiative PPTÉ développée par le FMI et la Banque mondiale⁴⁶, tant en ce qui concerne les débiteurs et la dette visés qu'au

niveau de la réduction des droits imposée au créancier procédurier.

Une loi similaire a été adoptée sur l'île de Jersey, en 2013⁴⁷.

II.II. L'initiative belge

A. Généralités

14. Adoptée en un temps record⁴⁸ dans le cadre de la procédure monocamérale⁴⁹, la loi belge du 12 juillet 2015 relative à la lutte contre les activités des fonds vautours poursuit l'objectif de compléter la législation belge en offrant aux tribunaux des moyens

42. Le texte de la résolution est disponible sur le site du Haut-Commissariat des Nations Unies aux droits de l'homme.

Au terme de cette résolution, le Conseil statue comme suit, après avoir notamment « affirmé que le fardeau de la dette contribue à l'extrême pauvreté et à la faim, constitue un obstacle à un développement humain durable, à la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement, au droit au développement et, par conséquent, compromet gravement la réalisation de tous les droits de l'homme, [...] noté que le système financier international ne s'appuie pas sur un cadre juridique solide permettant une restructuration cohérente et prévisible de la dette souveraine, ce qui augmente encore le coût économique et social du non-respect des obligations en la matière [et] tenu compte du fait que les fonds rapaces, par la voie judiciaire et par d'autres moyens, obligent les pays endettés à détourner des ressources financières dégagées par l'annulation de la dette et réduisent de l'allègement de la dette de ces pays, ou atténuent les effets positifs qui peuvent en résulter, ce qui compromet la capacité des gouvernements de garantir le plein exercice des droits fondamentaux de la population » :

- il « condamne les activités des fonds vautours en raison des incidences négatives directes que le règlement des créances de ces fonds, dans des conditions abusives, avait sur la capacité des gouvernements de s'acquitter de leurs obligations en matière de droits de l'homme, surtout en ce qui concerne les droits économiques, sociaux et culturels et le droit au développement » ;
- il « réaffirme, dans ce contexte, que les activités des fonds vautours mettent en évidence certains des problèmes du système financier mondial et témoignent du caractère injuste du système actuel, qui porte directement atteinte à l'exercice des droits de l'homme dans les États débiteurs et engage les États à envisager la mise en place de cadres juridiques afin de restreindre les activités prédatrices des fonds vautours dans leur juridiction » ;
- il « encourage tous les États à participer aux négociations visant à établir un cadre juridique multilatéral pour les opérations de restructuration de la dette souveraine (voir supra, ce qui a été évoqué à ce sujet) [...] et invite les États participant aux négociations à veiller à ce qu'un tel cadre soit compatible avec les obligations et les normes internationales existantes en matière de droits de l'homme ».

Les États-Unis se sont opposés à la résolution, estimant qu'elle était source de « graves préoccupations ».

43. Voir, sur l'initiative française (août 2007) : P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », *op. cit.*, pp. 17 et 18 ; D. PHILIPPE, « Initiatives législatives en matière de fonds vautours : portée et efficacité », *op. cit.*, p. 93.

44. *Bill to prevent speculation and profiteering in the defaulted debt of certain poor countries, and for other purposes*, www.govtrack.us/congress/bills/110/hr6796. Cette proposition de loi a été introduite le 1^{er} août 2008 puis le 18 juin 2009 à la Chambre des représentants, mais le processus législatif n'a pas été mené à terme et la proposition est devenue caduque avec le renouvellement de l'assemblée.

Cette proposition définit le créancier vautour comme « any person who directly or indirectly acquires defaulted sovereign debt at a discount to the face value of the obligation so acquired, except that the term does not include the Government of the United States or any agency of the Government of the United States, any foreign state, or any international financial institution (as defined in section 1701(c) (2) of the International Financial Institutions Act) » (section 3, (1)).

Elle prohibe la réalisation, par un créancier vautour, de tout acte constitutif de « Sovereign debt profiteering » (défini à la section 3, (4)), comme « any act by a vulture creditor seeking, directly or indirectly, the payment of part or all of defaulted sovereign debt of a qualified poor country, in an amount that exceeds the total amount paid by the vulture creditor to acquire the interest of the vulture creditor in the defaulted sovereign debt (excluding any amount paid for attorneys' fees or other fees and costs associated with collection), plus 6 percent simple interest per year on the total amount, calculated from the date the defaulted sovereign debt was so acquired » sur le territoire américain ainsi que par tout ressortissant américain, sous peine de sanctions financières sous la forme d'une amende équivalente au montant postulé par le créancier vautour (section 4). Elle prohibe également l'accès aux tribunaux américains sollicité dans une telle optique (section 5).

Est uniquement visée la dette des « Qualified poor countries » tels que définis à la section 3 (9). En substance, il s'agit des États étrangers identifiés sur une liste tenue par le Secrétaire du Trésor, qui sont éligibles au financement de l'Association internationale de développement mais pas de la BIRD et qui répondent à certaines conditions qualitatives vérifiées en concertation avec le ministère des Affaires étrangères (pour l'essentiel : absence de violation des droits de l'homme, pas de niveau excessif des dépenses militaires, absence de soutien à des activités de terrorisme).

Voir également, sur cette initiative américaine (juin 2009) : P. WAUTELET, « Vulture funds, creditors and sovereign debtors : how to find a balance ? », *op. cit.*, pp. 18 et 19 ; D. PHILIPPE, « Initiatives législatives en matière de fonds vautours : portée et efficacité », *op. cit.*, pp. 92 et 93.

45. Le texte est disponible sur : www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/22/contents. Voir également, sur cette loi anglaise : P. WAUTELET, *ibid.*, pp. 19 et 20 ; D. PHILIPPE, *ibid.*, pp. 89 à 92.

Ratione materiae, ne tombent sous le champ d'application de la loi que la « Qualifying debt », définie comme « a debt incurred before commencement that –

(a) is public or publicly guaranteed,

(b) is external,

(c) is a debt of a country to which the Initiative applies or a potentially eligible Initiative country, and

(d) in the case of a debt of a country to which the Initiative applies, is incurred before decision point is reached in respect of the country ».

La loi définit plus avant la dette visée, les termes de dette publique ou publiquement garantie, de dette extérieure, et exclut en principe la dette à court terme de son champ d'application (section 2).

La loi n'use pas du concept de « créancier vautour » ni ne définit un type particulier de créancier auquel elle s'applique.

La loi limite le montant recouvrable par tout créancier ayant racheté la dette à hauteur d'une « relevant proportion », correspondant à ce que le créancier pourrait recouvrer si la dette tombait dans le cadre de l'allègement de la dette prévue par l'Initiative. Cette proportion est par ailleurs fixée à 33 % pour la dette des pays qui sont potentiellement éligibles à l'Initiative.

La loi applique également une réduction selon la même proportion aux condamnations judiciaires nationales prononcées avant son entrée en vigueur ainsi qu'aux condamnations résultant de jugements ou sentences étrangers (section 5 de la loi).

46. Voir notamment, concernant cette initiative déjà évoquée supra : L.F. GUDER, *The Administration of the Debt Relief by the International Financial Institutions. A Legal Reconstruction of the HIPIC Initiative*, Berlin, Springer, 2009.

La loi « cherche à réguler la situation paradoxale selon laquelle certains créanciers cherchent à recouvrer le montant total de la dette, plus des intérêts excessifs et charges associées qui leur sont dus alors que d'autres créanciers ont au contraire pour but de réduire la dette de ces pays pauvres dans le cadre de l'Initiative. En conséquence, pour limiter cette pratique, la loi fait obstacle au recouvrement d'un montant supérieur à celui fixé dans l'Initiative » ; D. PHILIPPE, « Initiatives législatives en matière de fonds vautours : portée et efficacité », *op. cit.*, p. 90.

47. Le texte de la loi, mis à jour au 1^{er} janvier 2014, peut être consulté dans son intégralité sur le lien suivant : www.jerseylaw.je/Law/display.aspx?url=lawsinforce%2Fconsolidated%2F17%2F17.200_DebtRelief(DevelopingCountries)Law2013_RevisedEdition_1January2014.htm#ID388.

48. La proposition de loi fut déposée le 30 avril 2015, adoptée le 1^{er} juillet à la quasi-unanimité (136 voix contre 2), promulguée le 12 juillet et est entrée en vigueur le 21 septembre 2015.

49. Organisée par l'art. 74 de la Constitution, sans possibilité d'évocation par le Sénat.

plus efficaces de lutter contre l'action des fonds vautours⁵⁰.

15. Bien que conscient de la nécessité d'une démarche internationale à la mesure des capacités d'action des fonds vautours⁵¹, le législateur belge a estimé devoir jouer un rôle de pionnier, espérant que son initiative en inspirerait d'autres à l'étranger⁵² ou au niveau international.

La nécessité d'une action internationale est principalement commandée, en l'espèce, par l'absence d'effet à l'étranger des législations nationales qui restreignent les droits des créanciers vautours⁵³, ceci impliquant que les fonds vautours pourraient s'efforcer d'échapper à telle ou telle réglementation nationale par le biais de clauses d'élection de for, de clauses arbitrales ou, plus généralement, de pratiques constitutives de *forum shopping*⁵⁴.

16. Le législateur a fait savoir qu'il avait été attentif à ne pas perturber le fonctionnement du marché de la dette publique.

Il a notamment précisé, à ce titre, qu'il n'entendait régir que les opérations « *manifestement anormales* », dénotant clairement l'intention particulière du créancier de se procurer un « *avantage illégitime* »⁵⁵ tel que défini dans la loi.

A priori, il est vrai qu'il n'apparaît pas que la loi devrait avoir d'importantes répercussions sur le fonctionnement du marché de la dette publique comme tel, même si, nous le verrons, son champ d'application a été défini en termes particulièrement larges.

17. La proposition de loi a fait l'objet de plusieurs avis au cours de la procédure parlementaire.

Un commentaire réservé mais très soigneusement étayé a été délivré par la Banque nationale de Belgique⁵⁶, qui fut consultée à l'initiative du ministre des Finances. Pour l'essentiel, les remarques formulées par celle-ci ne paraissent pas avoir été rencontrées par les parlementaires de la Commission des finances et du budget chargés de discuter du texte⁵⁷, à l'exception d'un amendement introduit pour remédier à l'insécurité juridique que la proposition de loi faisait peser, dans sa rédaction initiale, sur les dépositaires centraux et autres intermédiaires établis en Belgique⁵⁸.

L'Institute of International Finance⁵⁹ fit également connaître, d'initiative, son point de vue, soulignant spécialement l'imprécision des termes et critères utilisés dans la proposition de loi et mettant en garde contre un effet « *ironique* » possible de celle-ci, étant « *qu'en décourageant les participants au marché de rechercher un rendement ajusté au risque approprié, elle approfondisse et précipite une crise de la dette pour les pays les plus fragiles et les plus défavorisés* »⁶⁰.

Abondant dans le même sens, Febelfin regretta l'insécurité juridique provoquée par le texte, allant jusqu'à suggérer que les entreprises réglementées de droit belge soient exclues du champ d'application de la loi⁶¹.

En substance, deux préoccupations majeures furent ainsi exprimées par rapport au texte en projet, liées d'ailleurs l'une à l'autre :

- l'impact possible de celui-ci sur le fonctionnement du marché de la dette ;
- la relative imprécision de ses critères d'application.

Quant au Conseil d'État, il n'a pas même été consulté,

50. Voir notamment le résumé de la proposition, *Doc. parl.*, Chambre, sess. ord. 2014-2015, n° 54-1057/001, p. 1.

51. « *Il faudra des relais sur la scène internationale pour que l'initiative belge puisse être amplifiée au niveau européen voire international* » (Rapport fait au nom de la Commission des finances et du budget par M. Benoît PIEDBOEUF (ci-après : « Rapport »), *Doc. parl.*, Chambre, sess. ord. 2014-2015, n° 54-1057/003, p. 8).

52. Certaines législations étrangères existent d'ailleurs déjà (voir *supra*).

53. Une loi restreignant les droits ou les capacités procédurales d'un créancier vautour semble assurément devoir être regardée comme une loi de police au sens du droit international privé, ce que confirme d'ailleurs l'art. 2, al. 2, de la loi lorsqu'il énonce que la restriction qu'il impose s'applique « *quel que soit le droit applicable à la relation entre le créancier et l'État débiteur* ». Conformément aux solutions bien établies du droit international privé, le juge du for n'est pas tenu de donner effet aux lois étrangères de police ou d'ordre public (qui n'ont, par définition, qu'une portée territoriale), même s'il dispose de la faculté de le faire. Voir notamment la solution développée à cet égard par l'art. 9 du Règlement Rome I du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles.

54. En revanche, il ne nous paraît pas possible de contourner la législation restrictive d'un État par le seul recours à une clause de loi applicable, insérée dans le contrat entre le titulaire initial de la créance et le fonds vautour s'en portant acquéreur, renvoyant à une législation ne prévoyant aucune restriction des droits du cessionnaire vautour : une telle clause serait, en effet, impuissante à écarter l'application, par le juge du for, de la disposition de police de son droit national imposant une telle réduction. Voir *contra*, apparemment : D. PHILIPPE, « Initiatives législatives en matière de fonds vautours : portée et efficacité », *op. cit.*, p. 94.

55. Concept central de la loi belge, sur lequel nous reviendrons.

56. Voir, pour cet avis : *Doc. parl.*, Chambre, sess. ord. 2014-2015, n° 54-1057/003, pp. 31 à 33.

57. Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, pp. 14 à 16.

58. Sur cet amendement, voir *infra*.

Pour rappel, un dépositaire central est un organisme où sont comptabilisés les titres, valeurs mobilières ou titres de créances négociables, détenus, en propre ou au nom de leurs clients, par les intermédiaires financiers (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.). En Belgique, il s'agit principalement d'Euroclear et, pour les titres de la dette publique belge, de la Banque nationale de Belgique. Les dépositaires centraux sont aujourd'hui principalement régis, au niveau européen, par le Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, *J.O.*, n° L 257 du 28 août 2014, pp. 1 et s. Au niveau belge, il convient de se référer également à l'arrêté royal n° 62 coordonné relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments (qui ne s'applique toutefois pas, pour l'essentiel, aux titres dématérialisés de la dette publique ou du Code des sociétés).

59. Il s'agit d'une association professionnelle de l'industrie financière (grandes banques et institutions financières), d'envergure mondiale, créée en 1983 et possédant environ 500 membres parmi 70 pays différents. Son site internet est accessible sur le lien suivant : www.iif.com. En 2011 et 2012, elle a notamment été chargée de négocier, pour les créanciers privés, la restructuration des créances sur la Grèce imposée par la « *troïka* » dans le contexte de la crise de la dette grecque. Voir, pour l'avis de cet Institut sur la proposition de loi, Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, pp. 39 à 41.

60. Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 9.

61. Cette requête fut écartée en des termes pour le moins abrupts par les parlementaires. Voir Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, pp. 10 et 11.

la Commission ayant considéré que la consultation du ministre des Finances suffisait⁶².

18. La loi est entrée en vigueur le dixième jour après sa publication au *Moniteur belge*, c'est-à-dire le 21 septembre 2015.

Faute de dispositions spécifiques de droit transitoire, elle ne s'appliquera, conformément au droit commun, qu'aux rachats d'emprunts effectués et aux procédures introduites postérieurement à son entrée en vigueur⁶³.

Ainsi, si un fonds vautour a racheté une dette d'État avant l'entrée en vigueur de la loi, ses droits contractuels ne pourront être réduits par application de la nouvelle loi mais leur exercice procédural en Belgique pourrait y être entravé dans toute la mesure où il procéderait d'initiatives (sollicitation d'un jugement, *exequatur*, saisies) mises en œuvre après l'entrée en vigueur de la loi, et où il serait démontré que celles-ci tendent à l'obtention d'un « *avantage illégitime* » au sens de la loi⁶⁴.

B. Examen de la loi

B.1. Deux dispositions de droit matériel

19. Sur le plan matériel, la loi énonce deux règles principales, qui se recoupent d'ailleurs en partie :

- par une disposition frappant *le fond du droit*, elle limite les droits du créancier vis-à-vis du débiteur public au prix payé pour racheter l'emprunt ou la créance lorsque, par ce rachat, celui-ci poursuit un « *avantage illégitime* » (art. 2, al. 1^{er}, de la loi) ;
- par une disposition concernant *les voies d'action judiciaire et d'exécution mises en œuvre par le créancier en vue d'être rempli dans ses droits*, elle prohibe la possibilité pour le créancier d'un État, quel que soit le droit applicable à la relation juridique qui l'unit à ce dernier, d'obtenir un titre exécutoire en Belgique, de prendre une mesure conservatoire ou d'exécution en Belgique en vue d'un paiement à percevoir en Belgique⁶⁵, si ce paiement lui procure un « *avantage illégitime* » (art. 2, al. 2, de la loi).

Alors que l'idée sous-jacente à la première de ces dispositions est de « *supprimer [...] l'intérêt spéculatif de l'opération* »⁶⁶, en agissant au niveau même des droits résultant du rachat de l'emprunt, la seconde tend à juguler les pouvoirs de mise en œuvre (*enforcement*) de ses droits déployés en aval par le créancier, en restreignant ses capacités d'action judiciaire, de saisie et d'exécution en Belgique⁶⁷ à la seule partie de sa créance qui peut être tenue pour légitime⁶⁸.

62. Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 11. On ne peut que le regretter, ne fût-ce qu'au regard de certaines déficiences légistiques entachant le texte finalement adopté.

63. Précision par ailleurs fournie par un député à l'occasion de la discussion en Commission concernant l'entrée en vigueur de la loi : Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, *op. cit.*, pp. 23 et 24.

64. Ce point doit être compris en liaison avec les dispositions matérielles de la loi, que nous examinons *infra*.

65. Cette formulation est le fruit d'un amendement au texte originaire déposé le 9 juin 2015 (*Doc. parl.*, n° 54-1057/002), lequel stipulait que « *Quel que soit le droit applicable à la relation juridique avec l'État, débiteur de l'obligation de paiement, l'ordre public belge s'oppose à un ordre de paiement sur le fond, à l'exequatur d'une décision judiciaire ou d'une sentence arbitrale étrangère, pour autant qu'un tel paiement donne lieu à un avantage illégitime pour la partie qui rachète l'emprunt ou la créance à un tiers* ».

Cet amendement tendait, semble-t-il, à prendre en compte la recommandation de la Banque nationale qui estimait que la disposition originaire était « *susceptible d'affecter la sécurité juridique au détriment du bon fonctionnement du marché de la dette publique, en particulier pour les titres de la dette publique étrangers détenus en Belgique auprès de dépositaires centraux de titres* » (voir point 1.3 de l'avis de la Banque nationale du 4 juin 2015, précité).

Selon la justification qui en est donnée, l'amendement était destiné à « *éviter qu'un dépositaire central établi en Belgique soit confronté à une situation dans laquelle il ne pourrait jamais exécuter le jugement d'un juge étranger si ce jugement est jugé contraire à l'ordre public belge, même si ce jugement n'est pas exécuté en Belgique, mais à l'étranger. En Belgique, par contre, un jugement étranger confirmant la demande d'un fonds vautour ne pourra jamais être exécuté, ce qui est selon nous l'intention de la proposition de loi* ».

Le 19 juin 2015, la question fut à nouveau évoquée par le ministre des Finances lors de son intervention devant la Commission (Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, pp. 12 et 13) :

« *Eu égard à la définition très large de la proposition de loi initiale et de la marge d'appréciation étendue du juge, la proposition de loi pourrait donner aux détenteurs d'obligations publiques étrangères l'impression que l'exercice normal de leurs droits en tant que créancier pourrait être compromis lorsqu'ils veulent faire valoir ces droits en Belgique*.

Ceci pourrait avoir pour conséquence que ces créanciers, qui souscrivent une grande partie des titres détenus par l'intermédiaire des dépositaires belges, pourraient éventuellement éviter de choisir la Belgique pour le dépôt de leurs titres [...] ».

Toujours devant la Commission, l'amendement fut débattu (Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 20). Un des auteurs de la proposition de loi et de l'amendement précisa que l'amendement tendait à préserver les activités internationales des dépositaires belges en leur permettant d'exécuter le jugement d'un juge étranger à l'étranger (ce qui paraît, à vrai dire, tomber sous le sens). Un autre rappela que l'amendement « *permettra d'éviter les saisies opérées par des fonds vautours lorsqu'un État débiteur, dans le cadre d'un réaménagement de sa dette, souhaite rembourser un créancier en Belgique* » (ce qui semblait à vrai dire déjà impossible au regard des mesures de protection existant vis-à-vis des comptes de règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (voir l'art. 9 de la loi du 28 avril 1999 visant à transposer la directive 98/26/CE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (*M.B.*, 1^{er} juin 1999), qui énonce l'insaisissabilité des comptes de règlement pour le dépôt de fonds et des transferts de fonds à porter sur de tels comptes)).

Si le texte a finalement été globalement amélioré du fait de l'amendement déposé et adopté *in fine*, et si la nouvelle mouture du texte offrait une réponse adéquate aux préoccupations exprimées au nom des intermédiaires financiers et dépositaires centraux quant à l'insécurité juridique créée autour de possibles implications au niveau de l'exécution d'opérations sur titres de la dette publique, il reste que certains passages de la justification de l'amendement sont proprement incompréhensibles et que la précision introduite dans le texte selon laquelle la mesure d'exécution doit être entreprise « *en vue d'un paiement à percevoir en Belgique* » est non seulement maladroite (le lieu du paiement est un concept juridique qui ne saurait se confondre, nécessairement, avec le lieu où les mesures d'exécution sont entreprises) mais en outre inutile, puisqu'il est clair que l'ordre public belge ne saurait valablement s'opposer qu'à une exécution en Belgique.

66. Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, *op. cit.*, p. 7.

67. On retrouve, dans une certaine mesure, ces deux mêmes aspects dans la loi anglaise et dans le projet de loi américain évoqués *supra* : une réduction affectant le fonds droit du créancier, d'une part, une réduction affectant, dans la même mesure, ses possibilités procédurales, d'autre part.

68. À notre estime, l'interdiction énoncée par la loi concernant les mesures de mise en œuvre de ses droits en Belgique qui sont entreprises par le créancier vautour doit s'entendre comme applicable *dans la stricte mesure* où ces mesures excèdent la partie des droits du créancier qui peut être tenue pour légitime. Autrement dit, ces mesures demeurent parfaitement valables en tant qu'elles se rapportent à la partie de la créance qui peut être considérée comme légitime.

B.2. Champ d'application

B.2.1. La dette visée

20. Aucun critère ne vient préciser la nature de la dette de l'État dont le rachat ou le recouvrement est susceptible de tomber sous le champ d'application de la loi⁶⁹.

Il se déduit de cette absence de précision, conjuguée à la notion d'avantage illégitime (voir *infra*), qu'il peut *a priori* s'agir de toute dette de sommes, quelle qu'elle soit.

B.2.2. Le débiteur visé

21. Le débiteur visé est l'État, dans son sens le plus général, et sans aucune référence *a priori* à sa situation économique ou financière⁷⁰.

Une limitation implicite des États visés découle certes de quatre des six critères complémentaires énoncés par la loi pour caractériser l'existence d'un « *avantage illégitime* », qui supposent que l'État concerné connaisse des difficultés financières ou ait été impliqué dans une opération de restructuration de sa dette publique.

Cette condition n'est cependant pas nécessaire pour emporter l'application du dispositif légal, puisque la présence d'un seul des six critères complémentaires énoncés par la loi suffit, en sus de la disproportion manifeste, pour conclure à l'existence d'un « *avantage illégitime* ».

B.2.3. Le créancier visé : notion de « fonds vautour »

22. De même, aucun critère ne vient *a priori* restreindre le champ d'application personnel de la loi, en ce qui concerne le type de créancier visé.

Le fonds vautour se reconnaît en effet, selon la logique de la loi, au fait même qu'il poursuit un avantage tenu pour « *illégitime* » à l'occasion du rachat d'un emprunt ou d'une créance sur un État ou de l'introduction d'une procédure judiciaire, de l'exercice d'une mesure conservatoire ou d'exécution relativement à une telle créance.

Le fonds vautour se définit ainsi entièrement à l'aune de la notion d'« *avantage légitime* ».

Il peut ainsi s'agir *a priori* de tout type de créancier, quel qu'il soit⁷¹, et quel que soit son statut⁷².

23. Deux éléments viennent toutefois atténuer cette extrême généralité du champ d'application de la loi du point de vue du créancier visé.

Il suit d'abord de la notion même de « *disproportion manifeste* », qui constitue le critère principal et nécessaire de l'avantage illégitime, que le créancier visé par la loi est nécessairement un créancier « *secondaire* », c'est-à-dire un créancier qui a acquis la dette sur un marché secondaire, mais jamais un créancier primaire de l'État⁷³.

Ensuite, deux des six critères complémentaires énoncés à l'appui de la définition de l'« *avantage illégitime* » renvoient à un certain type de créancier, caractérisé tantôt par sa localisation tantôt par son comportement, ce qui conduit à une limitation du champ

69. Comparez avec la notion très large de « *Sovereign debt* » du projet de loi américain : « *The term sovereign debt means a commercial obligation of a foreign state, whether evidenced by a claim, contract, note, negotiable instrument, award, or judgment* » (section 3, (2)). Seule l'acquisition d'une « *defaulted Sovereign debt* » est cependant susceptible de donner lieu au qualificatif de « *créancier vautour* ». La « *defaulted Sovereign debt* » est définie comme « *any sovereign debt for which payment has been refused by a foreign state, which is subject to an announced moratorium, upon which an award or judgment has been entered, or upon which a payment of interest or principal has not been paid according to the terms of the debt obligation* » (section 3, (3), du projet de loi). De ce point de vue, la loi belge est donc beaucoup plus large.

Quant à la loi anglaise, elle définit soigneusement la notion de « *Debt* », excluant notamment de cette définition « *a liability to pay for goods or services that arose on the delivery of the goods or the provision of services* », de même que les dettes à court terme (moins d'un an) (voir section 2, (3), (a), du *Debt Relief Act 2010*).

70. « *Tous les États endettés sont concernés, notamment ceux de la zone euro* » (*Doc. parl.*, n° 54-1057/001, p. 10).

71. D'un point de vue « *organique* », il s'agira généralement d'un fonds d'investissement, réglementé ou non, mais rien n'oblige, au regard du texte légal, qu'il en soit ainsi.

Pour rappel, les fonds d'investissement sont principalement réglementés en Belgique, par :

- la loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la directive 2009/65/CE (OPCVM) et aux organismes de placement en créances (*M.B.*, 19 octobre 2012) ;
- la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires (*M.B.*, 30 juin 2014).

72. Des applications insolites de la loi pourraient ainsi voir le jour, qui auraient pu être évitées en excluant les autorités monétaires et financières du concept de fonds vautour, à l'exemple de ce qu'avait fait en son temps le projet de loi américain. Ainsi en va-t-il de l'interprétation proposée par certains membres de la Commission parlementaire pour la vérité sur la dette grecque, qui ont considéré que la BCE aurait agi comme un véritable fonds vautour dans le cadre du « *Securities Market Program* » qui s'est déroulé entre mai 2010 et septembre 2012, et qui a vu celle-ci se porter acquéreur de titres de la dette grecque à une valeur inférieure à la valeur faciale de l'emprunt, pour un montant de 40 milliards d'euros auprès de plusieurs banques privées. L'article, publié le 19 août 2015 (donc après la promulgation de la loi belge), peut être consulté sur le lien suivant : www.rtf.be/info/opinions/detail_la-banque-centrale-europeenne-ce-fonds-vautour-pas-comme-les-autres?id=9056933. Créée au printemps 2015 par le Parlement grec, la Commission parlementaire pour la vérité sur la dette grecque a été dissoute au mois de novembre de la même année, manifestement sans avoir terminé ses travaux. Un ouvrage a cependant été publié, en septembre 2015, sous le titre *La vérité sur la dette grecque* (Paris, Éd. Les liens qui libèrent, 2015 (208 p.)), consignnant ce que l'ouvrage présente comme le rapport de la Commission pour la vérité sur la dette publique grecque. Quant au « *Securities Market Program* », il consiste en un ensemble d'interventions d'*open market* non conventionnelles opérées par l'Eurosystème dans le cadre de sa mission de politique monétaire. Il est défini comme suit sur le site de la BCE (en anglais seulement) : « *Interventions by the Eurosystem in public and private debt securities markets in the euro area to ensure depth and liquidity in those market segments that are dysfunctional. The objective is to restore an appropriate monetary policy transmission mechanism, and thus the effective conduct of monetary policy oriented towards price stability in the medium term. The impact of these interventions is sterilised through specific operations to re-absorb the liquidity injected and thereby ensure that the monetary policy stance is not affected* ». Le détail des rachats d'obligations effectués par la BCE dans ce contexte n'est pas rendu public, mais les plus conséquents ont été, semble-t-il, effectués pour la Grèce, l'Espagne, l'Italie ou encore le Portugal.

73. Ceci est au demeurant expressément confirmé dans les développements de la proposition de loi : *Doc. parl.*, n° 54-1057/001, p. 11.

d'application de la loi à ces seuls créanciers dans les situations où l'existence d'un « *avantage illégitime* » est uniquement déduite de l'un de ces deux critères.

24. Même si les travaux parlementaires se sont efforcés de relativiser le champ d'application de la loi en soulignant que « *l'action de créanciers ordinaires (n'était pas visée) mais uniquement celle des fonds d'investissement dont l'activité vise à profiter de la situation difficile d'États fortement endettés* »⁷⁴ et qu'aucun établissement financier belge supervisé ne devrait tomber sous l'application de la loi⁷⁵, ces déclarations ne sont pas de nature à altérer la portée d'un texte qui s'est voulu délibérément général et qui n'a entendu exclure *a priori* aucun créancier de son champ d'application.

B.3. La notion cardinale d'« *avantage illégitime* »

B.3.1. Les critères de l'avantage illégitime

25. Véritable clef de voûte de la loi, le concept d'« *avantage illégitime* » se reconnaît à l'aune de deux éléments :

- le premier a trait à l'existence d'une « *disproportion manifeste entre la valeur de rachat de l'emprunt ou de la créance par le créancier et la valeur faciale de l'emprunt ou de la créance ou encore entre la valeur de rachat de l'emprunt ou de la créance par le créancier et les sommes dont il demande le paiement* »⁷⁶ ;
- le second implique que, pour donner lieu à un « *avantage illégitime* » au sens de la loi, cette disproportion manifeste soit complétée par au moins l'un des critères suivants⁷⁷ :
 - l'État débiteur est en état d'insolvabilité ou de cessation de paiement avérée ou imminente⁷⁸ ;
 - le créancier a son siège dans un État non coopératif (au sens du GAFI) ou non transparent fiscalement ;
 - le créancier fait un usage systématique de procédures judiciaires pour obtenir le remboursement de sa créance ;
 - le créancier refuse de participer aux mesures de

restructuration de la dette de l'État débiteur ;

- le créancier abuse de la situation de faiblesse de l'État débiteur pour négocier un accord de remboursement manifestement déséquilibré⁷⁹ ;
- le remboursement aurait un impact défavorable identifiable sur les finances publiques de l'État débiteur et est susceptible de compromettre le développement socio-économique de sa population.

Comme l'indique le législateur, il s'est efforcé « *par une liste de critères objectifs proposés, d'identifier avec un maximum de précision les circonstances dans lesquelles l'action du [...] créancier contre l'État débiteur constitue une spéculation malsaine et dangereuse pour le débiteur, sans que le juge doive se livrer à une recherche de l'intention du [...] créancier. Les critères proposés n'ont toutefois pas la précision des critères figurant dans le Code civil en matière de cession des droits litigieux ou de lésion immobilière. Les activités des fonds vautours ne peuvent, en effet, se décrire de manière purement arithmétique ou sur la base d'un seul critère simple* »⁸⁰.

B.3.2. La disproportion manifeste

26. Le critère de la « *disproportion manifeste* » concerne la disproportion existant entre le montant facial de la dette et le montant du rachat de celle-ci, ou encore entre le montant du rachat et le montant des sommes réclamées.

Il semble se déduire de cette formulation, pour le moins complexe, que le juge peut alternativement s'appuyer sur la valeur faciale de l'emprunt ou sur le montant des sommes réclamées (ceci incluant souvent des frais et des intérêts, parfois substantiels) pour conclure à l'existence d'une disproportion manifeste.

Le législateur a ainsi voulu intégrer dans l'appréciation de l'existence d'une disproportion manifeste, non seulement la valeur faciale de l'emprunt mais également l'augmentation substantielle de la créance

74. Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, *op. cit.*, p. 10.

75. CRIV 54 PLEN 057, 18.03, p. 53 et Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 18. Madame VEERLE WOUTERS y précise notamment que les établissements placés sous la surveillance légale et prudentielle de la Banque nationale et de la FSMA « *ne relèvent pas du domaine d'application de la loi proposée* » car, en substance, le concept de fonds vautour requiert l'intention particulière d'obtenir un avantage illégitime, que le juge doit constater, et que « *leur intention (i.e. l'intention des établissements réglementés précités) n'est pas de poursuivre l'avantage illégitime visé par la loi* ». Cette lecture, toute personnelle d'ailleurs, n'est cependant en rien reflétée dans le texte de la loi qui doit, à notre estime, primer.

76. Art. 2, al. 3. Dans sa version finale, la loi mentionne, de manière erronée, l'al. 2.

77. Tous énoncés par l'art. 2, al. 4, de la loi. Concernant la liste de ces critères, nous comprenons difficilement l'affirmation reprise dans les travaux préparatoires (*Doc. parl.*, n° 54-1057/001, p. 11) selon laquelle la liste ne serait pas exhaustive, alors même que l'art. 2, al. 4, ne prévoit pas la possibilité pour le juge d'ajouter des critères que le législateur aurait omis. Sans doute faut-il comprendre ce passage comme signifiant que le juge pourrait adjoindre d'autres critères pour retenir l'existence d'un avantage illégitime, pourvu que soit constatée l'existence d'à tout le moins un des critères mentionnés dans la liste établie par la loi.

78. Dans son avis sur la proposition de la loi, la Banque nationale de Belgique fit valoir que le critère relatif à l'insolvabilité gagnerait à être reformulé, par exemple à l'aune de la notion de « *défait* », jugée plus objective (Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 33). Cette notion de défaut est d'ailleurs utilisée dans la proposition de loi jadis déposée devant le Congrès américain, évoquée *supra*.

En réponse, sans doute, à ces remarques, les auteurs de la loi ont précisé qu'il convenait d'entendre ces notions « *de manière juridique et non de manière factuelle* », de sorte que « *sensu stricto, la Grèce ne peut à ce stade être considérée comme un pays en état d'insolvabilité* » (Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 9).

79. L'exemple cité dans les développements de la proposition (*Doc. parl.*, n° 54-1057/001, pp. 12 et 13) est celui où l'État zambien (dans l'affaire l'opposant à Donegal) avait renoncé à son immunité d'exécution, consentant ainsi un « *avantage procédural tout à fait exorbitant* », à Donegal. Une référence explicite est proposée à la théorie de la lésion qualifiée, traditionnellement admise en droit civil lorsqu'il est abusé de la position de faiblesse d'une partie – position qu'il est *a priori* assez insolite de vouloir attribuer à un État, fût-il dans une situation financière délicate – en défaut de paiement, voire en état d'insolvabilité. Voir d'ailleurs, à ce propos, la remarque de la Banque nationale de Belgique, dans son avis formulé sur la proposition de loi (remarque 2.6, Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 33).

80. *Doc. parl.*, n° 54-1057/001, pp. 10 et 11.

consécutives à l'écoulement du temps ou à l'introduction de multiples procédures⁸¹.

Ceci n'est pas de nature à servir l'homogénéité du concept de « disproportion manifeste », celle-ci pouvant manifestement résulter, loin de toute manœuvre spéculatrice déployée lors du rachat de la dette, du simple écoulement du temps ou de l'engagement de procédures judiciaires tendant à l'exécution des engagements par l'Etat.

27. Pour le surplus, la « *disproportion manifeste* » visée par la loi ne répond à aucun critère arithmétique prédéfini, et il appartiendra au juge d'apprécier au cas par cas l'existence d'une telle disproportion.

Ici gît sans nul doute un aspect crucial de la loi, et la source principale de la critique qui peut lui être adressée⁸² : le juge se voit attribuer une grande marge d'appréciation, ouvrant la voie à d'inévitables disparités, qui ne saurait être justifiée par référence à l'abus de droit⁸³ puisqu'il ne s'agit pas d'apprécier si un droit est exercé de façon disproportionnée, eu égard à l'ensemble des circonstances de la cause, mais d'estimer une proportionnalité purement arithmétique, exercice pour lequel l'on cerne *a priori* mal quels peuvent être le sens et la portée d'un pouvoir d'appréciation confié au juge⁸⁴ « *clef sur porte* », par rapport à un arbitrage effectué par le législateur lui-même.

B.3.3. Les critères complémentaires

28. Quant aux critères complémentaires, leur disparité apparente et l'absence de ligne de cohérence qui s'en dégage ne manquent pas de donner l'impression que le législateur a entendu dresser une sorte de typologie générale du comportement vautour, rassemblant pêle-mêle l'ensemble des caractéristiques que l'on y retrouve le plus fréquemment, et permettre au juge de choisir celle(s) qui est (sont) susceptible(s) de correspondre au cas qui lui est soumis.

En s'efforçant d'y mettre de l'ordre, l'on peut sérier, globalement, trois types de situations :

- celles qui se focalisent exclusivement sur le comportement supposément anormal, immoral ou excessif du créancier, indépendamment de toute référence à l'État débiteur ;
- celles qui prennent argument de la situation économique ou financière de l'État débiteur ou des implications du remboursement sur sa situation ;
- celles qui combinent certains éléments tenant à la situation de l'État débiteur et d'autres se rapportant à l'attitude du créancier (évoquant soit un processus de restructuration auquel le fonds vautour a fait obstruction, soit une négociation conclue sur un résultat manifestement déséquilibré pour l'État concerné par suite d'un abus de sa position de faiblesse).

Dès lors qu'il suffit qu'un seul de ces critères complémentaires soit rencontré, en sus de la disproportion manifeste, pour donner lieu à l'application des mécanismes restrictifs mis en place par la loi, il s'aperçoit que les situations et comportements susceptibles de tomber sous le coup de la loi sont *a priori* extrêmement variés, et n'entretiennent *a priori* aucun lien spécifique entre eux.

Ainsi n'est-il notamment pas requis, en théorie du moins⁸⁵, que l'État concerné soit en proie à des difficultés financières pour que l'opération de rachat de sa dette ou de mise en œuvre de ses droits par le créancier vautour puisse être considérée comme constitutive d'un avantage illégitime.

B.4. Fondement du mécanisme réducteur instauré par la loi

29. Sur un plan théorique, il n'est pas inutile de s'interroger quant au fondement juridique du mécanisme de réduction des droits du créancier vautour mis en place par la loi, en vue de sanctionner la poursuite d'un « *avantage illégitime* ».

À ce propos, les travaux préparatoires indiquent que le critère de la disproportion manifeste peut se prévaloir de la théorie de l'abus de droit, telle que dévelop-

81. Voir en ce sens : *Doc. parl.*, n° 54-1057/001, p. 11.

82. La justification avancée à l'appui de la décision de ne pas établir un critère arithmétique précis de la disproportion manifeste fut qu'« Il serait facile de contourner une proportion déterminée entre la valeur de rachat de la créance et la valeur nominale, par exemple en augmentant légèrement la valeur de rachat de la créance pour dépasser le seuil critique » (*Doc. parl.*, n° 54-1057/001, p. 11).

En dépit de cette justification, la Banque nationale de Belgique suggéra, dans son avis, qu'un critère arithmétique précis soit retenu pour conclure à l'existence d'une disproportion manifeste (*Rapport, Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 33), considérant que la crainte d'un contournement de la loi « devrait céder le pas devant l'impératif de sécurité juridique ».

83. Selon le législateur, en effet, le critère de la disproportion manifeste « n'est pas neuf et découle de la théorie de l'abus de droit développée par la Cour de cassation » (*Rapport, Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 9).

84. Plus généralement, il s'aperçoit que le législateur semble réduire le critère de la *disproportion manifeste* à ce qui relève du rapport arithmétique entre le montant nominal de l'emprunt et le montant du rachat ou entre le montant du rachat et le montant réclamé, alors qu'à l'aune de l'analogie faite avec l'abus de droit, ce critère devrait découler d'une appréciation d'ensemble des circonstances présidant à la mise en œuvre de ses droits par le créancier, chacun des éléments mentionnés dans la loi ne valant que comme des indicateurs du caractère abusif de cet exercice.

Le législateur lui-même en était d'ailleurs bien conscient, puisqu'il a signalé lui-même, en réponse à la suggestion de la Banque nationale de Belgique tendant à l'établissement d'un critère arithmétique précis pour définir la disproportion manifeste, que « la jurisprudence la Cour de cassation (en matière de lésion qualifiée) démontre [...] précisément qu'un critère arithmétique est insuffisant. Il prouve que le critère de l'existence d'une 'disproportion manifeste', qui prévoit de conférer au juge une certaine marge d'appréciation, est un bien un critère adéquat » (*Rapport, Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 15). On ne peut manquer d'être surpris par ces développements, qui dénotent une confusion pour le moins regrettable entre l'institution légale de la lésion en matière de vente immobilière et l'institution jurisprudentielle de la lésion qualifiée, dont le champ d'application est beaucoup plus large mais dont les contours et le fondement sont plus incertains.

85. En règle, l'exigence d'une disproportion manifeste devrait impliquer celles de difficultés financières de l'État, mais ce lien n'est nullement nécessaire, d'autant que la disproportion manifeste peut non seulement se constater par rapport à la valeur faciale du prêt, mais encore par rapport aux sommes qui sont réclamées.

pée par la Cour de cassation⁸⁶, mais aussi de la jurisprudence de la Cour de cassation en matière de « *lésion qualifiée* »⁸⁷, institution qui n'est d'ailleurs pas elle-même sans rapport avec l'abus de droit, même si son fondement demeure discuté⁸⁸.

Rien n'est moins vrai, à notre estime, et le mécanisme restrictif mis en place par la loi ne peut manifestement se réclamer ni de la théorie de l'abus de droit⁸⁹, ni de celle de la lésion qualifiée⁹⁰.

Le législateur a également évoqué le régime de la cession de droits litigieux, organisé par l'article 1699 du Code civil, considérant que la solution retenue dans la proposition de loi n'y « *était pas étrangère* », tout en admettant son inapplicabilité comme telle⁹¹.

Une fois encore, la référence n'est pas fondée, et dissimule mal un certain dogmatisme : s'il est vrai que le mécanisme réducteur appliqué par la loi est relativement similaire⁹² à celui instauré par l'article 1699 du Code civil, la comparaison avec cette disposition n'est pas pertinente puisque celle-ci suppose une contestation judiciaire de la créance cédée, existante au moment de la cession⁹³, ce qui n'est assurément pas le cas du rachat de la dette d'un État en difficulté ou ayant fait défaut.

30. Il suit de ce qui précède que le mécanisme mis en place par le législateur est un mécanisme original, *sui generis* et *ad hoc*, de réduction des droits du créancier vautour, qui ne se rattache à aucune institution juridique préexistante.

B.5. Pas de rôle proactif spécifique pour les intermédiaires financiers ou dépositaires centraux

31. Eu égard à la rédaction initiale du texte de la proposition de la loi, la Banque nationale de Belgique avait fait part de sa préoccupation que celui-ci puisse être interprété comme « *imposant aux institutions financières établies en Belgique d'appliquer elles-mêmes un [...] contrôle aux opérations qu'elles sont en charge d'exécuter* », tout en précisant qu'elles n'avaient ni la légitimité, ni les moyens pour effectuer un tel examen⁹⁴.

Sans qu'il ait été nécessaire de stipuler *expressis verbis*, dans la mouture finale du texte, l'absence d'obligation d'effectuer un tel contrôle⁹⁵, les travaux parlementaires ont très clairement indiqué qu'aucune diligence particulière n'était attendue de la part des institutions financières dans la détection d'éventuels fonds vautours ou d'opérations à caractère illégitime au sens de la loi⁹⁶.

Cette solution doit bien évidemment être approuvée, *a fortiori* au regard de l'importante marge d'appréciation que recèlent les critères retenus pour définir le caractère légitime d'une opération. Elle se situe du reste dans la droite ligne d'acquis bien établis, en droit financier commun, concernant le devoir de non ingérence de l'intermédiaire financier appelé à exécuter une opération financière (que ce soit sur espèces, sur devises, ou sur titres).

Par conséquent, et par application du droit commun, les institutions financières ne devraient encourir aucune responsabilité particulière si elles ont prêté, de

86. Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 9.

87. Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 15. Un arrêt de la Cour de cassation du 9 novembre 2012 (disponible sur www.juridat.be, R.G. n° C.12.0051.N) est plus spécialement évoqué, qui a défini la lésion qualifiée comme « *le préjudice qui consiste en une disproportion manifeste entre les prestations stipulées entre les parties et qui résulte du fait qu'une des parties abuse de la position de faiblesse de l'autre* ».

88. Sur cette théorie, qui procède en droit belge de la généralisation d'un cas ponctuel consacré par le Code civil en matière de prêt à intérêt (art. 1907ter) et dont les fondements (nullité, abus de droit, droit de la responsabilité) autant que le régime (conditions d'application, rescision et/ou réduction) demeurent, pour le surplus, discutés, voir : P. VAN OMMESLAGHE, *Traité de droit civil belge*, t. II, « Les obligations », coll. De Page, Bruxelles, Bruylant, 2013, pp. 291 et s., n°s 170 à 176.

89. L'abus de droit est caractérisé lorsqu'un droit s'exerce d'une manière qui excède manifestement les limites de l'exercice normal de ce droit par une personne prudente et diligente. Déduit des circonstances de fait et inscrit peu ou prou dans le droit de la responsabilité, il doit être soulevé par la partie ayant subi l'abus. Deux différences notables existent, en l'espèce, entre le principe d'abus de droit et la disproportion manifeste évoquée dans la loi.

D'une part, le juge devra vérifier d'office l'existence d'une disproportion manifeste entre la valeur de rachat et la valeur faciale ou entre la valeur de rachat et les montants réclamés et, plus généralement, d'un avantage illégitime. Ceci découle, nous semble-t-il, non seulement de la nature même de la loi, mais aussi des travaux parlementaires, qui stipulent notamment que les critères de l'avantage illégitime doivent guider le juge dans son raisonnement, mais aussi permettre « *de compenser les carences éventuelles dans la défense de l'État débiteur* » (*Doc. parl.*, n° 54-1057/001, p. 11).

Mais surtout, la sanction est très différente : alors que l'abus de droit conduit à réduire le droit à son exercice normal (tel que déterminé par le juge), la disproportion manifeste est sanctionnée par la limitation automatique des droits du créancier au prix qu'il a payé pour racheter l'emprunt ou la créance, ce qui ne correspond bien évidemment pas à l'exercice normal par le créancier de ses droits.

90. La référence à la lésion qualifiée n'est pas plus heureuse :

- d'une part, la disproportion manifeste justifiant le mécanisme de réduction mis en place par la loi ne se constate nullement, en l'espèce, au niveau des prestations réciproques découlant d'un même rapport synallagmatique, comme c'est le cas en matière de lésion qualifiée, mais en comparant les prestations issues de rapports juridiques différents, noués entre des personnes différentes ;
- d'autre part, l'abus supposé dont le créancier vautour se rend coupable en exploitant la position d'infériorité de l'État débiteur s'exerce dans un rapport juridique (le rapport obligataire qui lie ce créancier à l'État) qui n'a rien de synallagmatique (aucune réciprocité ne le caractérise), et au niveau duquel l'application de la théorie de la lésion qualifiée pourrait difficilement justifier une réduction de la prestation qui est en l'objet.

91. *Doc. parl.*, n° 54-1057/001, p. 10.

92. Il ne s'y assimile toutefois pas, puisque l'art. 1699 du Code civil permet au débiteur cédé de « *rembourser le prix réel de la cession avec les frais et loyaux coûts, et avec les intérêts à compter du jour où le cessionnaire a payé le prix de la cession à lui faite* », alors que la loi limite les droits du créancier vautour à la valeur de rachat de la dette ou de l'emprunt (voir notamment, sur ce point, Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, pp. 23 et 24).

93. Art. 1700 du Code civil : « *la chose est censée litigieuse dès qu'il y a procès et contestation sur le fond du droit* ».

94. Voir point 2.1 de l'avis de la B.N.B. in Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 32. Voir également l'intervention du ministre devant la Commission, qui souligna que la proposition initiale créait, « *dans une potentiellement large mesure, une insécurité juridique pour les établissements et intermédiaires financiers belges, qui agissent de bonne foi et n'ont rien à voir avec les activités spéculatives des fonds vautours* » (Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 12).

95. Une telle absence découle en effet du principe de non-ingérence de l'intermédiaire financier, qui lui interdit de s'immiscer (sauf exceptions légales) dans les affaires de son client, spécialement dans les tenants et aboutissants des opérations qu'il est invité à exécuter pour lui.

96. Voir Rapport, *Doc. parl.*, n° 54-1057/003, p. 13 (interrogation du Ministre à ce propos) et p. 15 (intervention des membres de la Commission).

bonne foi, leur concours à des opérations qui viendraient à être tenues ultérieurement pour illégitimes au regard de la loi.

III. Appréciation critique

III.I. Un régime d'exception, pas nécessairement proportionné à l'objectif poursuivi

32. Le législateur belge s'est targué de faire œuvre d'avant-garde en prétendant brider, au nom d'une certaine éthique, le comportement des créanciers à la fois spéculateurs et agressifs que sont les fonds vautours.

Au-delà de l'initiative elle-même, c'est l'approche retenue qui est résolument originale, tant par sa généralité que par le rôle cardinal qu'elle confie au juge dans l'appréciation du caractère illégitime de l'opération.

Les milieux financiers s'en sont inquiétés, au nom de la sécurité des marchés, tandis que le législateur se prévalait, non sans audace, de la tradition de l'abus de droit.

33. La référence à l'abus de droit ne saurait être admise, nous l'avons dit, tant il est clair que la loi met en réalité à disposition du juge un outil *ad hoc* lui permettant d'opérer d'autorité, et sur le mode de la systématicité, une réduction *sui generis* des droits du créancier au montant investi dans le rachat de la dette, dans un certain nombre de situations plus ou moins prédéfinies.

Le créancier public – qualifié de vautour à l'aune d'un certain nombre de critères prédéfinis et encourageant systématiquement le rabotage de ses droits au prix payé pour le rachat de sa créance – se trouve ainsi soumis à un véritable régime d'exception, dont la pertinence est loin de tomber sous le sens.

Simultanément, le débiteur étatique se voit doter, en sus des privilèges exorbitants qu'il possède déjà par rapport aux autres opérateurs économiques qui se financent sur le marché de la dette, d'un régime de faveur taillé à sa seule mesure dont la proportionnalité aux objectifs poursuivis ne convainc pas davantage.

Il n'est donc guère surprenant que la loi ait, à peine promulguée, d'ores et déjà fait l'objet d'un recours en annulation devant la Cour constitutionnelle⁹⁷.

Dans le débat que celui-ci annonce quant à la pertinence des mesures adoptées au regard des objectifs poursuivis, l'indigence de l'approche du législateur pourrait jouer un rôle déterminant, tant il paraît évident que s'il avait été seulement question de lutter contre l'immoralité supposée avec laquelle les fonds vautour acquièrent et exercent leurs droits, le droit commun, et plus spécialement la théorie de l'abus de droit, eussent été amplement suffisants à servir pareil objectif⁹⁸.

III.II. Dépasser l'approche morale

34. Au delà des réserves d'ordre juridique qu'appelle le texte de loi, c'est l'ancrage même de l'intervention du législateur dans le socle de la morale qui doit être, au premier chef et par principe, désapprouvé.

L'on sait, d'abord, combien le discours moral peut être volatile : alors qu'il est généralement d'usage d'insister sur la charge morale que la dette implique pour le débiteur, et sur la réprobation morale qui s'attache à son inexécution, la figure du « *fonds vautour* » vient positionner le curseur moral sur la personne du créancier, devenu soudain coupable de son droit et de l'intransigeance avec laquelle il s'emploie à le mettre en œuvre.

Ensuite, et surtout, le regard moral apparaît pour le moins stérile lorsqu'il s'agit de l'apposer sur un « *objet* » tel que la dette elle-même, c'est-à-dire sur un outil juridique dénué comme tel de toute saveur morale, et tout entier façonné par le droit.

En faisant ainsi « *de la morale sur le droit* », un droit dont il est par ailleurs lui-même l'auteur et le gardien ultime, le législateur n'a-t-il pas nécessairement sombré dans une forme de ridicule ?

35. La réalité est qu'il convient absolument de sortir l'analyse des relations financières de l'ornière morale où elles sont engoncées, faute de mieux, et oser passer d'un regard éthique qui, parce qu'il demeure enfermé dans le rapport juridique de la dette, non seulement est absurde, mais en outre ne permet pas sa mise en

97. Voir, la réception, le 2 mars 2016, par le greffe de la Cour constitutionnelle, d'un recours en annulation introduit à l'encontre de la loi sur les fonds vautours, mais aussi à l'encontre de la loi du 23 août 2015 insérant dans le Code judiciaire un art. 1412^{quinquies} régissant la saisie de biens appartenant à une puissance étrangère ou à une organisation supranationale ou internationale de droit public (évoquée *supra*), par la société de droit des îles Caïman NML Capital Ltd. Un autre recours en annulation a par ailleurs été introduit, le lendemain, contre la seconde de ces lois, à l'initiative de Yukos Universal Limited. Nous ne connaissons pas le détail de la motivation de ces recours.

98. Bien entendu, d'autres raisons, participant d'une approche plus objective et moins stigmatisante, pourraient justifier la restriction des droits et voies d'actions des fonds vautours, comme la nécessité de permettre la réalisation d'opérations de restructuration multilatérale de dette publique en l'absence de cadre contractuel *ad hoc* (voir *supra* point 8) ou, plus ouvertement encore, la situation financière des États. Elles n'apparaissent cependant pas, comme telles, dans les travaux préparatoires, et pour cause, puisqu'elles eussent sans doute obligé le législateur à se justifier davantage quant aux relations pour le moins ambiguës avec le marché que trahissait sa volonté de brider les activités des fonds vautours.

La dette publique, dont l'importance se mesure généralement en la rapportant au P.I.B., peut également (et de façon sans doute plus parlante, pour apprécier la solidité financière de l'État *stricto sensu*) être comparée aux actifs publics, afin de dégager le patrimoine public net. Il s'aperçoit alors que ce patrimoine est nul ou extrêmement faible, notamment en France et en Grande-Bretagne, et en tout cas sans commune mesure avec les patrimoines privés nets qui composent l'essentiel du capital national. Voyez, à ce propos : T. PIKETTY, « Le capital au XXI^{ème} siècle », Paris, Seuil, 2013, pp. 198 et suivantes.

cause, vers un regard critique et rationnel qui ose se porter, de l'extérieur, *sur* celle-ci.

Poussé à son point de généralité extrême, ce regard permettrait sans doute d'apercevoir que la dette est elle-même au cœur d'un enjeu de rationalité fondamentale qui traverse le droit financier dans son ensemble, et qui engage ni plus ni moins que la cohérence même du concept de « marché financier »⁹⁹ ¹⁰⁰ et, avec elle, celle de nos systèmes financiers dans leur ensemble.

Cette problématique met en jeu la question fondamentale des rapports de l'Etat et du marché et, avec elle, celle de la cohérence même des modèles de régulation fondés sur l'articulation supposée de ces deux grandes figures.

La loi tendant à réprimer les activités des fonds va-t-elle explicitement de façon particulièrement éclairante la problématique de ce rapport, donnant à voir le législateur s'efforcer de gommer, sans la moindre réflexion

d'ensemble, certains effets supposément néfastes dont est porteur, pour lui, un marché (en l'occurrence le marché de la dette publique) qu'il a entièrement contribué à créer et à la logique duquel il affirme toujours davantage se soumettre pour faire face à ses besoins de financement, et s'échiner à dissimuler le caractère pour le moins paradoxal de cette posture sous un fatras moral et stigmatisant peu convaincant.

En résulte, sans réelle surprise, un produit législatif de piètre facture qui, outre qu'il s'expose à la critique juridique, transpire l'immédiateté, s'adosse sur une conception non juridique de la « normalité » du marché et, enfin, puise sa rationalité méthodologique, à mauvais escient d'ailleurs, dans une théorie - l'abus de droit - qui est elle-même résolument paradoxale en tant qu'elle prétend placer l'éthique et la morale au-dessus du droit, et corriger au nom des premières les effets du second.

Bref, un petit pansement moral sur la plaie profonde de l'irrationnel...

99. Rappelons à cet égard que les marchés financiers sont tous, peu ou prou, des marchés de la dette. Poser la question de leur rationalité revient ainsi à interroger la pertinence de l'approche consistant à penser la dette à l'image d'un « bien », d'un « objet de marché », c'est-à-dire d'un actif susceptible d'être produit et de circuler à grande échelle dans le cadre de « marchés » rigoureusement organisés, dont l'efficacité - comme l'indique la terminologie même - est pensée sur le modèle classique des marchés économiques. Il s'agit également de s'interroger quant aux implications de long terme que cette approche peut avoir sur la cohérence de l'ordre juridique lui-même, dont la dette constitue, ne l'oublions pas, l'incarnation phare et, oserait-on dire, la prime expression.

100. La même question pourrait être posée du point de vue « jumeau » de l'économiste, en interrogeant le bien-fondé de l'approche (de plus en plus en vogue, à l'heure actuelle, où il est notamment question de suppression de l'argent liquide) consistant à réduire l'argent (*sensu stricto*, i.e. le phénomène monétaire consubstantiel aux échanges qui se réalisent sur un marché économique) à un pur rapport de droit (la dette), ainsi que les implications de cette approche sur la cohérence de l'ordre économique qu'incarne le marché.