

## Dossier

> La gestion de la dette publique, la réponse des juristes



Caroline LEQUESNE-ROTH  
Maître de conférences en droit public à l'université Côte d'Azur<sup>1</sup>

## En France, l'État est juridiquement en mesure de faire légalement et unilatéralement défaut



Propos recueillis en mars 2020 par Kelly Debuff  
Étudiante du Master Finances et fiscalité publiques de l'université de Lille

**Mots-clés :** dette publique - restructuration - marchés financiers - mécanisme européen de stabilité (MES) - clause d'action collective (CAC) - senior corona bonds

Les États européens empruntent sur les marchés financiers dans les conditions proches du droit commun, en ayant notamment recours aux clauses d'action collective imposées par le MES. La dette française fait toutefois exception : bien que dépourvue de clauses exorbitantes et « largement banalisée », elle demeure régie par le droit français. Cet élément est déterminant en cas de crise, l'État français étant en mesure - du moins en théorie - de faire juridiquement défaut. À l'ère de la dette de marché, une telle solution n'est toutefois pas souhaitée - ni souhaitable - pour les États dépendants des marchés financiers. Penser et concevoir des procédures de restructuration des emprunts - leurs procédures et conditions - et les instruments financiers permettant d'atténuer les chocs sur les marchés (à l'instar de corona bonds) apparaît à cet égard une urgence démocratique.

<sup>1</sup> Auteure de *L'évolution du régime contractuel du défaut des États débiteurs européens* (LGDJ, 2018).

## « Comment définiriez-vous techniquement la notion de « restructuration » de la dette souveraine ? Dans vos travaux, vous distinguez notamment la « restructuration conjoncturelle » de la « restructuration structurelle ». Qu'entendez-vous par là ?

La restructuration des emprunts d'État est l'opération juridique par laquelle un État renégocie les termes de son emprunt et plus particulièrement les termes financiers, pour éviter le défaut. Il n'existe pas, à ce jour, de modèle de restructuration standard, défini a priori par le droit international ou régional.

**La distinction entre restructuration « conjoncturelle » et « structurelle »** ne constitue pas une différenciation d'ordre juridique ; elle distingue les facteurs économiques à l'origine de la crise de la dette, qui conduit l'État en difficultés à solliciter la restructuration. La crise est structurelle lorsque le pays traverse une longue période de croissance lente ou faible, qui révèle de problèmes de structures, déjà apparents auparavant, mais qui s'intensifient et conduisent au choc. La crise est conjoncturelle quand elle s'inscrit dans un cycle à court terme, et appelle à infléchir une conjoncture considérée à risque, pour favoriser la stabilité de l'économie. Pour économique qu'elle soit, cette qualification est décisive dans la détermination de l'accord de restructuration ; elle en établit le contexte : les marges de négociation offertes aux parties, la soutenabilité de l'accord soumis, ou, en amont comme en aval, la conditionnalité des emprunts auprès des acteurs institutionnels qui justifie souvent le lancement d'une restructuration auprès des créanciers privés.

## « Pourquoi les États européens ont-ils progressivement renoncé, dans les contrats de dettes à leurs prérogatives exorbitantes du droit commun au profit de créanciers privés et étrangers ?

Le paradoxe s'explique à l'aune du paradigme financier dans lequel s'inscrit aujourd'hui la majorité des modèles de financement étatique. **Les États européens se financent, majoritairement, pour la plupart, sur les marchés financiers.** La libéralisation et l'ouverture des marchés de capitaux les a placés les États en position de concurrence. Privés de la réserve captive d'investisseurs nationaux, ils s'efforcent d'être « attractifs » afin

d'emprunter dans les meilleures conditions du marché. Les termes contractuels de leurs emprunts obligataires participent de cette attractivité. Ils doivent répondre à une double exigence : garantir la liquidité – voire la fongibilité – des titres et présenter des garanties de remboursement pour les créanciers. Ces exigences sont particulièrement fortes pour les États qui présentent un risque de crédit plus élevé, à l'instar des États dits périphériques de la zone euro. Ces États sont dès lors conduits à introduire dans leurs contrats des clauses relativement standards de nature à rassurer les investisseurs. Parmi elles, les clauses de droit applicable sont déterminantes, car elles nouent la relation de dette pour le futur : un État emprunteur peut modifier par voie législative les conditions de ses emprunts lorsque ceux-ci sont régis par son propre droit. Cette latitude n'est pas offerte à l'État dans l'hypothèse où le contrat est régi par un autre droit national, *a fortiori* le droit anglais, dont la jurisprudence est favorable aux créanciers.

Eu égard à la dépendance financière des États aux marchés, et dans le souci d'optimiser les coûts de leurs emprunts, de nombreux États consentent à adopter ce type de clause, particulièrement attentatoires à leur souveraineté.

**Lorsque les difficultés surviennent, l'horizon d'un État est bien souvent celui retour sur les marchés financiers.** La Grèce ou le Portugal en constituent de significatives illustrations. La solution apportée à la crise doit aussi nécessairement prendre en considération cette perspective. C'est la raison pour laquelle de nombreux États en développement notamment, se sont montrés hostiles à l'instauration d'institution *ad hoc* permettant la mise en œuvre de mécanismes de restructuration sous l'empire du droit international. Comme l'ont révélé les débats engagés autour du Mécanisme de restructuration des dettes souveraines proposé par le Fonds monétaire international au début des années 2000, les États redoutent que la création de tels mécanismes, qui permettraient des défauts « ordonnés », n'augmentent leurs primes de risques et par suite le coût de leurs emprunts.

**L'Union européenne a d'ailleurs fait le choix de la voie contractuelle pour résoudre sa crise des dettes souveraines au début des années 2010.** le Traité instituant un Mécanisme européen de stabilité (MES) a imposé l'introduction d'une clause d'action collective (CAC)<sup>2</sup> mais il n'en a pas précisé pas la procédure correspondante. Celle-ci, comme les modalités de représentations des parties, ou la subordination des

<sup>2</sup> Dans les contrats d'emprunt des États de la zone euro à compter du 1er janvier 2013.

## Dossier

> La gestion de la dette publique, la réponse des juristes

créances, demeure largement définie par les dispositions contractuelles.

Cette préférence pour les CACs en Europe s'explique par le souci de privilégier une solution fondée sur le marché (« *market based solution* »). Les États les plus riches, qui sont souvent les États « des créanciers », ne sont pas davantage favorables à la solution institutionnelle perçue comme moins protectrice pour le prêteur.

### « Pouvez-vous nous expliquer précisément ce que sont ces CACs (clauses d'action collective) ? La France en a-t-elle introduit dans ses contrats d'emprunts ? »

Les CACs désignent les dispositions contractuelles relatives à la restructuration des emprunts. Contrairement aux clauses d'unanimité, elles permettent la modification des termes contractuels avec l'accord d'une majorité de créanciers. Cette majorité est propre à chaque contrat, s'échelonnant de 2/3 à 95 %. Si elles constituent aujourd'hui un standard sur le marché des emprunts, tel n'a pas toujours été le cas. Jusqu'au début des années 2000, ces clauses n'étaient que rarement introduites dans les contrats régis par le droit anglais et américains, privilégiés à l'échelon global.

À l'issue des crises latines qui marquèrent la fin du XX<sup>e</sup> siècle, l'adoption de ces clauses, soutenue par le Trésor américain, est apparue comme une solution idoine. Elles remédiaient aux difficultés résultant des clauses d'unanimité, qui faisaient échec à l'adoption de plan de restructuration, et offraient une solution alternative aux propositions institutionnelles du FMI. Le débat européen, engagé dans le cadre de la crise des dettes souveraines de 2010, aboutit aux mêmes conclusions. Il conduisit, fait original, à imposer l'introduction de cette clause dans l'ensemble des émissions de dette d'États par la voie d'un traité : le point 3 de l'article 12 instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES) prévoit que « des **clauses d'action collectives** figureront dans tous les niveaux titres d'État de la zone euro d'une maturité supérieure à un an émis à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2013, de manière à leur assurer un effet juridique identique ». Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2013, tous les titres de dette émis par les États de la zone euro comportent une CAC définie et standardisée suivant les « termes de référence » adoptés le 18 novembre 2011 par le comité économique et financier. En France, l'obligation a été transposée par la loi de finances pour 2013.

### « Dans vos travaux, au regard de l'impossibilité de mettre en œuvre une solution institutionnelle, vous mettez en avant l'idée d'évoluer vers une solution hybride. De quoi s'agit-il exactement ? »

La réponse à cette question invite à reposer les termes du débat. D'un côté, **la solution institutionnelle** correspond à l'adoption de mécanismes de restructuration régis par le droit international public et mis en œuvre par une instance ou juridiction supérieure. Celle-ci pourrait prendre la forme d'un Tribunal international des faillites d'État, chargé de réaliser les arbitrages entre les intérêts en présence dans le cadre d'une restructuration. Ce modèle implique la conclusion d'accords internationaux entre États parties. **La solution contractuelle** privilégie une approche ascendante ou « *bottom up* » : la restructuration repose sur les règles établies, par les parties contractantes, dans les dispositions contractuelles.

D'un point de vue théorique, la solution institutionnelle semble plus opportune, car elle seule propose une gestion holistique des crises de la dette. L'instance appelée à se prononcer opérerait les compromis indispensables entre droit de propriété des créanciers et intérêts vitaux d'une nation (parmi lesquels, le maintien de ses services publics essentiels). D'un point de vue pratique en outre, l'approche contractuelle a montré ses limites : rapport de force déséquilibré en faveur des créanciers de l'État, bloc de légalité restreint au droit des obligations dans le cadre du contentieux devant les juridictions anglo-saxonnes (majoritairement compétentes à l'échelon global), temporalités mal maîtrisées.

Pourtant, **l'approche institutionnelle rencontre des résistances politiques difficilement surmontables dans tous les camps** (de la part des États riches comme des États plus exposés au risque de dette). Aussi, l'adoption de tels dispositifs n'est pas inscrite à l'agenda mondial, bien que les crises contribuent à faire évoluer les solutions d'inspiration institutionnelle. Rappelons à ce titre que les CACs européennes ont fait l'objet d'un Traité.

Dans ce contexte, les **solutions dites « hybrides »** présentent, d'un point de vue pragmatique, un intérêt certain. Tel est le cas du projet de Centre International pour la Sauvegarde Financière des États (CISFE) soutenu par le Centre de droit International de l'Université de Paris Ouest Nanterre (le CEDIN). Cette organisation

internationale dédiée combinerait un mécanisme de conciliation entre État débiteur et créanciers<sup>3</sup>, avec une procédure arbitrale idoine. Celle-ci est envisagée à titre incitatif : elle n'interviendrait qu'en cas d'échec de la conciliation. D'autres projets apparaissent également prometteurs, à l'instar de celui soumis par les chercheurs Sébastien Grund et Mikael Stenstrom qui envisage l'instauration d'un cadre dédié à l'échelon européen : *the European Sovereign Debt Restructuring Framework – ESDRF*. Le dispositif permettrait aux États d'initier un processus de restructuration sous la supervision du Mécanisme européen de stabilité. Dans l'hypothèse d'un défaut d'accord avec les créanciers, le MES apporterait une solution alternative aux CACs, conforme aux dispositions constitutionnelles de l'État débiteur. Les éventuels recours juridictionnels, suspendus pendant les négociations, seraient soumis à une chambre dédiée au sein de la Cour européenne de Justice<sup>4</sup> ou une juridiction arbitrale *ad hoc*.

« Si l'on s'attache précisément au cas de la France, pouvez-vous nous dire à quoi ressemblent les contrats d'emprunts français ? Prennent-ils une forme écrite ? Sont-ils rédigés en langue anglaise ou française ? »

Le cas de l'Allemagne mis à part, la France se distingue manifestement de la majorité de ses voisins européens.

D'une part, force est de constater que les clauses attentatoires à sa souveraineté de l'État<sup>5</sup> font défaut. Si la mise en finance des dettes d'État a eu un effet sur la structuration juridique des emprunts, celle-ci se présente davantage comme une « banalisation » des emprunts. Ainsi, les clauses exorbitantes du droit commun, classiquement décrites dans les manuels de finances publiques, ont disparu : mesures d'exonération fiscale, imprescriptibilité et insaisissabilité des titres ne figurent plus sur les titres de créance. Le Trésor français a par ailleurs mis un terme à l'exorbitance des « pratiques » d'emprunt, pour limiter l'effet d'éviction que celles-ci généraient : les coûts de l'emprunt sont déterminés au regard de l'offre et la demande, la France ne recourt plus à l'emprunt forcé et des calendriers d'émission ont été mis en place.

D'autre part, la nature même des obligations françaises interroge. Bien que de nombreux travaux doctrinaux affirment qu'elles constituent des contrats<sup>6</sup> - et que la LOLF elle-même se réfère au « remboursement des emprunts

(...) exécutés conformément au contrat d'émission » - l'existence de l'*instrumentum* contractuel est discutable. En effet, la principale source des droits de créance est l'arrêté ministériel qui en fixe les caractéristiques (principalement financières). Les dispositions relatives au droit applicable ou à la restructuration des emprunts (CACs) sont prévues, nous l'avons vu, par les textes : traités MES, LOLF et règlements d'application. Les contrats d'émission font ainsi formellement défaut : il n'y a pas de « documents contractuels » comparables à ceux que l'on rencontre pour la plupart des emprunteurs souverains. En clair, les séries obligations françaises sont définies par un acte administratif. Mathias Audit, renouant avec la doctrine du début du XX<sup>e</sup> siècle en conclut que **l'État français s'endette par voie unilatérale**<sup>7</sup>, loin du modèle des obligations privées (corporate) qui a inspiré les standards européens.

« Si la France ne respectait pas ses engagements obligataires, serait-elle traduite devant des juridictions d'autres pays (comme ce fut le cas pour l'Argentine devant des juridictions américaines) ? En quel sens serait-elle obligée d'exécuter les décisions de telles juridictions ? »

Si la loi française habilite l'agence France Trésor à émettre des emprunts dans une devise autre que l'euro<sup>8</sup>, **elle interdit de soumettre les obligations d'État françaises à une loi étrangère**. Cette interdiction traduit un privilège, dont peu d'États bénéficient dans le contexte de dette de marché. Ce privilège s'explique par la qualité de la signature française, l'État français présentant un faible risque de défaut.

Aussi, le risque d'un contentieux de la dette souveraine en France, et a fortiori devant des juridictions étrangères, est très faible.

**Peut-on d'ailleurs concevoir juridiquement que la France décide un jour, unilatéralement de ne plus rembourser sa dette ?**

Dès lors que le droit applicable aux emprunts est le droit français, l'État est juridiquement en mesure de faire légalement et unilatéralement défaut. Il peut également choisir de restructurer unilatéralement ses emprunts, bien que l'obligation du recours aux CAC européennes constitue un frein selon certains auteurs<sup>9</sup>. En tout état de cause, telle a été la voie historiquement privilégiée : le défaut a constitué la norme de nombreuses années durant<sup>10</sup>. En 2012, c'est la solu-

<sup>3</sup> Plus précisément: les représentants des détenteurs de titres obligataires émis par celui-ci.

<sup>4</sup> S. Grund and M. Stenstrom, "A Sovereign Debt Restructuring Framework for the Euro Area" (October 5, 2018), *Fordham Journal of International Law* (Forthcoming).

<sup>5</sup> Nous nous référons notamment aux clauses relatives aux juridiction(s) compétente(s), au droit applicable ou aux renonciations aux immunités souveraines.

<sup>6</sup> De droit public ou de droit privé.

<sup>7</sup> M. AUDIT, « L'État français s'endette-t-il par contrat ? À la recherche de la nature juridique des obligations assimilables du Trésor (OAT) », *Revue des contrats* 2018, n° 1150, p. 462.

<sup>8</sup> Sur le fondement de l'article 26-4 de la LOLF.

<sup>9</sup> Cf. en ce sens M. Gulati and M. Weidemaier, "A New Development on the CAC v. No-CAC Question in Euro Area Sovereign Bonds", February 19, 2019.

<sup>10</sup> Cf. en ce sens l'ouvrage de référence de C.M. Reinhart & K.S. Rogoff, *Cette fois c'est différent – Huit siècles de folie financière*, Paris, 2010, Pearson.

## Dossier

> La gestion de la dette publique, la réponse des juristes

tion qu'emprunta la Grèce pour restructurer 206 milliards d'euros d'obligations d'État grecques. Celles-ci étaient alors principalement régies par le droit grec. Le Parlement grec adopta une loi visant à faciliter leur restructuration. Dans le cadre du contentieux qui en découla, porté par les créanciers (privés) - devant les juridictions nationales, la Cour européenne des droits de l'homme dans la célèbre affaire Mamatas et accessoirement le Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI), l'État grec débiteur obtenu gain de cause<sup>11</sup>.

Il n'en demeure pas moins que **l'État défaillant s'expose à la sanction des marchés**. Le risque est double, et graduel : obtenir un financement dans des conditions détériorées (coût de l'emprunt prohibitif) ; ne plus accéder à ce mode de financement. Dans cette dernière hypothèse, l'État n'a d'autre choix que de se tourner vers les instances internationales ; au premier rang de celles-ci le FMI, dont les prêts sont soumis à une forte conditionnalité (ingérence majeure des créanciers). Pour toutes ces raisons, les États redoutent la restructuration comme le défaut, et n'y recourent qu'en dernière instance. Le refus du Venezuela d'engager des négociations avec ses créanciers privés alors même que le pays traversait une crise sanitaire et sociale majeure est de ce point de vue emblématique.

« Peut-on sérieusement envisager de revenir au mode de financement de la dette antérieure à 1980 pour être moins dépendant des marchés financiers ? »

La question est délicate dès lors qu'elle relève d'un choix et d'une volonté politique. Le fait est **qu'un retour au circuit du Trésor, propre à l'histoire française, aux ressources administratives ou aux avances de la Banque de France impliquerait un changement de modèle, voire de paradigme**. Si celui-ci est en toujours envisageable en théorie - et souhaitable, pour certains, au regard de l'indépendance financière des États-, il est aujourd'hui partiellement limité par le droit européen. Rappelons à ce titre que **le droit européen interdit, notamment, le financement de la dette d'État par les banques centrales** (article 123 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne)<sup>12</sup>.

« Pensez-vous que les dettes des États membres de l'UE et tout

particulièrement de la France finiront par être restructurées ?

Dans le contexte sans précédent de crise sanitaire que nous traversons, la question demeure entière. Elle l'est d'autant plus que le précédent grec a montré qu'un État appartenant à une zone monétaire de pays « riches » peut faire défaut. En outre, avant même le déclenchement de la crise du Covid, la situation financière dégradée de l'Italie suscitait inquiétudes et débat<sup>13</sup>.

En France, les derniers chiffres de l'État ne sont pas encourageants : les prévisions de la deuxième loi de finances rectificative pour 2020 prévoient un déficit de 9,9 % et un besoin de financement de l'État de l'ordre de 324,6 milliards<sup>14</sup>. La dette se creuse.

Pour autant, la France fait partie des économies les plus solides, et les mesures adoptées par la Banque centrale européenne semblent atténuer le choc. Les taux d'emprunt obligataire n'ont, à ce jour, que sensiblement augmenté en Europe, les obligations d'État semblant même jouer un rôle de valeur refuge.

**Parallèlement des solutions originales sont discutées pour éviter l'impasse du défaut, et limiter les effets d'une restructuration.** Lee C. Buchheit, éminent spécialiste de la question, propose la création d'un **senior coronabond** (SCB). Cet instrument obligataire permettrait aux États les plus touchés par la crise d'emprunter sur les marchés obligataires en leur nom propre, mais avec un instrument juridiquement « senior », c'est-à-dire bénéficiant d'une priorité de remboursement par rapport à leurs autres obligations. Selon lui, le dispositif conduirait « les investisseurs potentiels en SCB de considérer le pays débiteur comme essentiellement non endetté, l'ensemble des autres obligations du pays ayant été subordonnées aux SCB soit par une loi nationale, soit par une subordination volontaire. En tant qu'obligation jouissant d'une priorité sur l'ensemble des ressources financières du pays débiteur, les SCB bénéficieraient d'un taux d'intérêt très inférieur à celui grevant ses autres obligations. »<sup>15</sup> D'autres envisagent d'étendre la **suspension du service de la dette**, déclarée par les États du G20 au bénéfice des États les plus pauvres, à l'ensemble des créanciers. Le répit octroyé permettrait aux États les plus en difficulté de faire face à la crise, et de lever des fonds en vue de sa gestion (et non de rembourser les créanciers privés).<sup>16</sup> ■

<sup>11</sup> C. Lequesne Roth, « Le contentieux arbitral des dettes souveraines », *Revue Belge de Droit International* 2016-2, pp. 513-541.

<sup>12</sup> M. CARON & B. THÉRET, « Recourir à une monnaie-fiscale nationale dans le cadre de l'Union européenne : une solution juridiquement envisageable ? », *RFFP*, novembre 2018, n°44, p. 261-273.

<sup>13</sup> En témoigne le bras de fer engagé entre le gouvernement de Salvini et la Commission Européenne.

<sup>14</sup> Contre les 230,5 milliards initialement prévus par la loi de finances.

<sup>15</sup> L.C. Buchheit, « Avec le senior coronabond, les États européens pourraient emprunter sur les marchés obligataires en leur propre nom », *Le Monde*, 07 avril 2020 [en ligne] [https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/04/07/avec-le-senior-coronabond-les-etats-europeens-pourraient-emprunter-sur-les-marches-obligataires-en-leur-propre-nom\\_6035794\\_3232.html](https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/04/07/avec-le-senior-coronabond-les-etats-europeens-pourraient-emprunter-sur-les-marches-obligataires-en-leur-propre-nom_6035794_3232.html)

<sup>16</sup> P. Bolton, P.-O. Gourinchas, M. Gulati, C.-T. Hsieh, U. Panizza, B. Weder di Mauro, « Born Out of Necessity: A Debt Standstill for COVID-19 », *Policy Insights* No.103, April 2020 [online] [https://cepr.org/sites/default/files/policy\\_insights/PolicyInsight103.pdf](https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight103.pdf)