



La décote des obligations des personnes physiques afin de restructurer la dette publique grecque pendant la crise n'a pas violé leur droit de propriété

Dans son arrêt de chambre¹, rendu ce jour dans l'affaire [Mamatas et autres c. Grèce](#) (requêtes n^{os} 63066/14, 64297/14 et 66106/14), la Cour européenne des droits de l'homme dit, à l'unanimité, qu'il y a eu :

Non-violation de l'article 1 du Protocole n^o 1 (protection de la propriété) à la Convention européenne des droits de l'homme.

Non-violation de l'article 14 (interdiction de la discrimination) de la Convention, combiné avec l'article 1 du Protocole n^o 1 à la Convention.

L'affaire concerne la participation forcée des requérants, personnes physiques porteurs d'obligations de l'État grec, à la diminution de la dette publique grecque, par l'échange de leurs obligations avec d'autres d'une valeur inférieure. En 2012, une nouvelle loi modifia les conditions régissant les obligations par le jeu des clauses d'action collectives, permettant aux porteurs d'obligations de conclure collectivement un accord avec l'État, en décidant à la majorité renforcée. La majorité ayant été atteinte en l'espèce, grâce notamment à la participation des investisseurs institutionnels (banques et organismes de crédit), les nouvelles conditions s'imposèrent à tous les porteurs, y compris aux requérants, et ce malgré leur refus. Leurs titres furent annulés et remplacés par des nouveaux, d'une valeur nominale inférieure de 53,5 %.

Cette participation forcée est une ingérence dans le droit des requérants au respect de leurs biens, au sens de l'article 1 du Protocole n^o 1 à la Convention. L'ingérence poursuivait cependant un but d'utilité publique – le maintien de la stabilité économique et la restructuration de la dette – à un moment où la Grèce traversait une grave crise économique. La Cour juge donc que les requérants n'ont pas subi de charge spéciale excessive, compte tenu notamment de la large marge d'appréciation des États en la matière et eu égard à la diminution de la valeur marchande des titres déjà affectée par la baisse de la solvabilité de l'État, lequel n'aurait probablement pas été en mesure d'honorer ses obligations découlant des clauses incluses dans les anciens titres avant l'entrée en vigueur de la nouvelle loi. La Cour considère aussi que les clauses d'action collective et la restructuration de la dette publique constituaient une mesure appropriée et nécessaire pour la réduction de la dette publique et la prévention de la cessation des paiements de l'État ; que les investissements en obligations n'étaient pas exempts de risques et que les requérants devaient être conscients des aléas et du risque d'une éventuelle perte de valeur de leurs titres, eu égard au déficit et à l'endettement élevés de la Grèce, même avant la crise de 2009.

La Cour juge également que la procédure d'échange n'était pas discriminatoire, en raison notamment de la difficulté de localiser les porteurs d'obligations de ce marché volatil, de la difficulté d'établir des critères précis de différenciation entre porteurs, du risque de mettre en péril l'ensemble de l'opération avec des conséquences désastreuses pour l'économie, et de la nécessité d'agir rapidement pour la restructuration de la dette.

¹ Conformément aux dispositions des articles 43 et 44 de la Convention, cet arrêt de chambre n'est pas définitif. Dans un délai de trois mois à compter de la date de son prononcé, toute partie peut demander le renvoi de l'affaire devant la Grande Chambre de la Cour. En pareil cas, un collège de cinq juges détermine si l'affaire mérite plus ample examen. Si tel est le cas, la Grande Chambre se saisira de l'affaire et rendra un arrêt définitif. Si la demande de renvoi est rejetée, l'arrêt de chambre deviendra définitif à la date de ce rejet. Dès qu'un arrêt devient définitif, il est transmis au Comité des Ministres du Conseil de l'Europe qui en surveille l'exécution. Des renseignements supplémentaires sur le processus d'exécution sont consultables à l'adresse suivante : <http://www.coe.int/t/dghl/monitoring/execution>.

Principaux faits

Les requérants sont 6320 ressortissants grecs, porteurs d'obligations de l'État grec, en tant que personnes physiques, de montants variant entre 10 000 euros (EUR) et 1 510 000 EUR.

Entre 2009 et 2011, la Grèce connut l'une des plus grandes crises économiques de son histoire. Ne parvenant plus à faire face à ses obligations financières, elle dut emprunter auprès des États de la zone euro et du FMI, et fut également amenée à faire participer le secteur privé à la diminution de la dette publique. Dans le cadre de cette participation, les investisseurs institutionnels, à savoir les banques et autres organismes de crédit, négocièrent la décote de leurs titres – c'est-à-dire la baisse de la valeur nominale de leurs titres et le mode de remboursement du restant – et les compensations qu'ils obtiendraient en contrepartie. En revanche, les personnes physiques, dont les avoirs en titres obligataires correspondaient environ à 1 % de la dette publique globale, ne participèrent pas à ces négociations, les autorités grecques et européennes ayant affirmé qu'elles n'étaient pas concernées.

En décembre 2011, le FMI invita les autorités grecques à faire participer la totalité des particuliers créanciers. La loi n° 4050/2012, modifiant les titres d'émission ou de garantie de l'État, fut votée le 23 février 2012. Elle prévoyait l'activation de « clauses d'action collective », permettant d'obliger les porteurs de titres qui ne souhaitaient pas participer à l'opération à y participer, à condition que deux tiers des porteurs des créances non acquittées adhèrent à l'accord. Le Conseil des Ministres détermina les titres qui seraient inclus dans le programme d'échange à compter du 24 février 2012, incluant ceux des requérants, lesquels refusèrent la décote de leurs titres et ne donnèrent aucune suite à l'invitation de l'État de prendre part à la procédure d'échange.

En mars 2012, le gouverneur de la Banque de Grèce, désigné comme administrateur de la procédure, déclara que les porteurs d'obligations avaient consenti aux modifications proposées, un pourcentage de 91.05 % des créances non acquittées ayant participé à la procédure. Le Conseil des Ministres entérina le résultat qui liait désormais la totalité du capital des titres sélectionnés, dont ceux des requérants. L'échange des anciennes obligations par des nouvelles, d'une valeur nominale inférieure de 53,5 %, eut donc lieu. En avril 2012, les requérants saisirent le Conseil d'État d'un recours en annulation, invoquant notamment une violation de leur droit de propriété, mais ils furent déboutés par la haute juridiction administrative siégeant en formation plénière.

Griefs, procédure et composition de la Cour

Invoquant l'article 1 du Protocole n° 1 à la Convention (protection de la propriété), les requérants soutenaient que l'échange de leurs titres, imposé par la loi n° 4050/2012, constituait une expropriation de fait ayant entraîné une privation de leur propriété ou, à titre subsidiaire, une ingérence dans leur droit au respect de leurs biens. Sous l'angle de l'article 14 (interdiction de la discrimination) combiné avec l'article 1 du Protocole n° 1, les requérants de la requête 66106/14 se plaignaient également d'avoir subi une discrimination par rapport à d'autres créanciers, notamment les grands créanciers porteurs d'obligations d'une valeur de plusieurs milliards d'euros.

Les requêtes ont été introduites devant la Cour européenne des droits de l'homme respectivement le 17 septembre, le 19 septembre et le 1^{er} octobre 2014. L'arrêt a été rendu par une chambre de sept juges composée de :

Mirjana **Lazarova Trajkovska** (« l'ex-République Yougoslave de Macédoine »), *présidente*,
Ledi **Bianku** (Albanie),
Kristina **Pardalos** (Saint-Marin),
Linos-Alexandre **Sicilianos** (Grèce),
Robert **Spano** (Islande),
Armen **Harutyunyan** (Arménie),

Pauliine Koskelo (Finlande),

ainsi que de Abel Campos, *greffier de section*.

Décision de la Cour

Article 1 du Protocole n° 1 à la Convention (protection de la propriété)

L'existence d'un « bien » et d'une ingérence

Les porteurs d'obligations de l'État grec, dont les requérants, avaient à l'échéance de leurs titres, une créance pécuniaire envers l'État d'un montant équivalent à la valeur nominale de leurs obligations. Ils pouvaient donc prétendre au remboursement de leurs titres de créance conformément à la loi en vigueur à l'époque de leur souscription. Ils avaient donc un « bien », au sens de la première phrase de l'article 1 du Protocole n° 1. Cependant, l'entrée en vigueur de la loi n° 4050/2012 a modifié ces conditions par le jeu des clauses d'action collective (un accord conclu entre l'État et les porteurs d'obligations décidant collectivement par une majorité renforcée). Les requérants, qui n'avaient pas consenti à la modification proposée par cette loi, se sont vu imposer les nouvelles conditions, ce qui a engendré une diminution de 53,5 % de la valeur nominale de leurs obligations. Leur participation forcée au processus de la décote s'analyse donc en une ingérence dans leur droit au respect de leurs biens, au sens de la première phrase de l'article 1 du Protocole n° 1 à la Convention ; l'ingérence étant cependant prévue par la loi².

La cause d'utilité publique

La crise financière internationale, qui a commencé en 2008, a eu de graves répercussions sur l'économie grecque. En avril 2009, la Grèce se trouvait dans une situation de déficit extrême. En 2010, elle était dans l'impossibilité de financer ses créances échues, et les années suivantes, la crise s'est aggravée. La Cour estime donc que pendant cette période de grave crise, les autorités auraient dû s'atteler à trouver des solutions, et elle admet que l'État pouvait légitimement prendre des mesures pour assurer le maintien de la stabilité économique et de la restructuration de la dette dans l'intérêt général de la communauté. En effet, l'opération d'échange a abouti à la diminution de la dette grecque d'environ 107 milliards d'euros (EUR). À la fin de 2012, un pourcentage de 85 % de la dette est passé des personnes privées aux États membres de la zone euro. En 2013, le coût du service de la dette a baissé considérablement : les intérêts prévus en 2012, qui devaient s'élever initialement à 17,5 milliards d'EUR, sont descendus à 12,2 milliards à la suite de l'échange, et n'ont pas dépassé 6 milliards en 2013. Par conséquent, l'ingérence poursuivait un but d'utilité publique.

La proportionnalité de l'ingérence

Par l'effet du jeu des clauses d'action collective, les requérants ont vu leurs titres annulés et remplacés par des nouveaux, ce qui a eu pour conséquence une baisse du montant que ceux-ci pouvaient espérer percevoir à la date à laquelle les anciens titres arriveraient à maturité. L'échange des titres a entraîné une perte de capital de 53,5 % pour les requérants, voire plus élevée si l'on tient compte de la modification de la date de leur arrivée à maturité. Une telle perte, si elle paraît à première vue substantielle, n'est cependant pas conséquente au point qu'elle puisse être assimilée à une extinction ou à une rétribution insignifiante par voie législative des créances des requérants à l'encontre de l'État. En effet, le point de référence pour apprécier le degré de la perte subie par les requérants ne saurait être le montant que ceux-ci espéraient percevoir au moment de l'arrivée à maturité de leurs obligations. Si la valeur nominale d'une obligation reflète la mesure de la créance de son détenteur à la date de l'arrivée à maturité, elle ne représente pas la véritable valeur

² L'ingérence était fondée sur la loi n° 4050/2012, les deux actes du Conseil des Ministres des 24 février et 9 mars 2012, la décision du ministre adjoint de l'Économie du 9 mars 2012 et la décision du gouverneur de la Banque de Grèce de la même date.

marchande à la date à laquelle l'État a adopté la réglementation litigieuse, en l'occurrence le 23 février 2012, date à laquelle la loi n° 4050/2012 a été adoptée. Cette valeur avait sans doute déjà été affectée par la solvabilité en baisse de l'État qui avait déjà commencé au milieu de 2010 et s'était poursuivie jusqu'à la fin de 2011. Cette baisse de la valeur marchande des titres des requérants laisse présager que, le 20 août 2015, l'État n'aurait pas été en mesure d'honorer ses obligations découlant des clauses conventionnelles incluses dans les anciens titres, c'est-à-dire avant l'adoption de la loi n° 4050/2012.

Le fait que les requérants ne figuraient pas parmi ceux qui avaient consenti à la réalisation de l'opération d'échange et qu'ils avaient subi celle-ci par l'effet des clauses d'action collective, n'affecte pas en tant que tel l'appréciation de la proportionnalité de l'ingérence. En effet, si les porteurs d'obligations non consentants, comme les requérants, craignaient une baisse de la valeur de leurs créances dès l'activation des clauses d'action collective, ils auraient pu exercer leurs droits de porteurs et écouler leurs titres sur le marché jusqu'au dernier délai de l'invitation qui leur avait été faite de déclarer s'ils acceptaient ou non l'échange. Les clauses d'action collective sont par ailleurs courantes dans la pratique des marchés internationaux de capitaux et elles ont été incluses³ dans tous les titres de dette publique des États membres de la zone euro d'une durée supérieure d'un an. En outre, s'il avait fallu rechercher parmi tous ces porteurs un consensus en vue du projet de restructuration de la dette grecque ou limiter l'opération seulement à ceux qui y avaient consenti, cela aurait contribué à coup sûr à l'échec du projet. Par ailleurs, l'une des conditions posées par les investisseurs institutionnels internationaux pour réduire leurs créances consistait en l'existence et l'activation de clauses de ce type. Le défaut de ces clauses aurait donc entraîné l'application d'un pourcentage de réduction plus grand à l'égard des créances de ceux qui auraient été prêts à accepter une décote et aurait contribué à dissuader un grand nombre de porteurs de faire partie du processus. Il apparaît ainsi que les clauses d'action collective et la restructuration de la dette publique obtenue grâce à elles constituaient une mesure appropriée et nécessaire à la réduction de la dette publique grecque et à la prévention de la cessation des paiements de l'État défendeur.

Un investissement en obligations ne peut être exempt de risques ; entre l'émission d'un tel titre et son arrivée à maturité, il s'écoule un laps de temps assez long pendant lequel se produisent des événements imprévisibles pouvant réduire considérablement la solvabilité de leur émetteur, même si celui-ci est un État, et donc entraîner une perte patrimoniale subséquente pour le créancier. Notamment, le Tribunal de l'Union européenne a rejeté le recours de 200 particuliers de nationalité italienne, détenteurs d'obligations de l'État grec, estimant qu'au regard de la situation économique de la République hellénique, les investisseurs concernés ne pouvaient prétendre avoir agi en tant qu'opérateurs économiques prudents et avisés, susceptibles de se prévaloir de l'existence d'attentes légitimes, et qu'ils étaient censés connaître la situation économique hautement instable déterminant la fluctuation de la valeur des titres de créance grecs acquis par eux ainsi que le risque non négligeable d'une cessation de paiement. De telles transactions s'effectuaient sur des marchés particulièrement volatils, souvent soumis à des aléas et à des risques non contrôlables s'agissant de la baisse ou de l'augmentation de la valeur de tels titres, ce qui pouvait inciter à spéculer pour obtenir des rendements élevés dans un laps de temps très court. À supposer même que tous les requérants ne fussent pas engagés dans des transactions de nature spéculative, ils devaient être conscients desdits aléas et risques quant à une éventuelle perte considérable de la valeur des titres acquis. Cela est d'autant plus vrai que, même avant le début de la crise financière en 2009, l'État grec faisait déjà face à un endettement et à un déficit élevés.

Par conséquent, la Cour estime qu'en prenant les mesures litigieuses, la Grèce n'a pas rompu le juste équilibre entre l'intérêt général et la protection des droits de propriété des requérants, et ne leur a pas fait subir une charge spéciale excessive. Elle conclut donc que, compte tenu de la large marge

³ En application de l'article 12 § 3 de la convention instituant le Mécanisme européen de stabilité.

d'appréciation des États contractants dans ce domaine, les mesures en cause n'étaient pas disproportionnées à leur but légitime, et **qu'il n'y a pas eu violation de l'article 1 du Protocole n° 1**.

Article 14 (interdiction de la discrimination), combiné avec l'article 1 du Protocole n° 1 (protection de la propriété)

Les requérants soutiennent qu'ils ont été soumis à un même traitement pour des situations différentes et inégales, soutenant que le processus d'échange avait été initialement conçu pour les personnes morales porteurs d'obligations et que les personnes physiques ont été incluses *in extremis*. Ils arguent que les personnes physiques, y compris les petits épargnants (dont le capital ne dépasserait pas le plus souvent 100 000 EUR), n'ont qu'une espérance de vie limitée et qu'elles ne disposent pas des connaissances professionnelles approfondies des personnes morales en matière de finances, lesquelles assumeraient les risques économiques en toute connaissance de cause. À supposer même que les allégations des requérants, selon lesquelles il y a eu un traitement identique pour des situations différentes, soient fondées, la Cour relève une série de motifs permettant d'observer que la procédure d'échange n'a pas enfreint leur droit de ne pas subir de discrimination dans la jouissance de leur droit consacré par l'article 1 du Protocole n° 1.

En premier lieu, la Cour relève que la difficulté de localiser les intéressés constitue un motif primordial, le marché des obligations étant très volatil et une grande partie des porteurs personnes physiques ayant acquis ces titres sur le marché secondaire et non pas primaire. Le fait de rechercher les porteurs d'obligations personnes physiques dans l'ensemble des marchés de capitaux, tant grecs qu'internationaux, aurait exigé un gel des échanges et une procédure particulièrement longue à un moment où le besoin de financement du pays était devenu pressant.

En deuxième lieu, la Cour constate la difficulté d'établir des critères précis de différenciation. D'une part, il aurait été problématique de distinguer entre personnes physiques et personnes morales ou entre investisseurs professionnels et investisseurs non professionnels. En effet, on ne saurait traiter différemment des droits découlant de la possession d'obligations en fonction de la qualité du porteur. D'autre part, il aurait été difficile de délimiter, juridiquement et même concrètement, la condition de petit épargnant revendiquée par les requérants, plusieurs requérants, personnes physiques, ayant investi dans les obligations litigieuses des sommes considérables, dépassant 100 000 EUR. À supposer même que ce montant eût pu en théorie être pris comme seuil pour opérer une distinction, la Cour estime qu'il n'aurait pas été équitable d'exclure de l'opération une personne physique ayant investi 100 000 EUR, tout en y incluant une entreprise ayant investi une somme bien inférieure au motif que cette dernière était une personne morale ou un investisseur.

En troisième lieu, la Cour tient compte de l'argument du Gouvernement concernant le risque de mettre en péril l'ensemble de l'opération avec des conséquences désastreuses pour l'économie grecque. Une simple annonce de la part des autorités selon laquelle certaines catégories de porteurs seraient exemptées de l'opération d'échange aurait eu comme conséquence un transfert massif des titres envers les catégories exemptées, ce qui aurait entraîné non seulement la réduction des capitaux nécessaires à la restructuration, mais aussi une diminution plus drastique de la valeur nominale des créances de porteurs non exemptés. De plus, un tel transfert aurait compromis la procédure d'échange et risqué d'aboutir à une cessation de paiement de la Grèce, qui était exclue, à cette époque, des marchés internationaux et que seuls ses partenaires européens étaient disposés à financer, à condition que le secteur privé participe également.

En quatrième lieu, la Cour prend en compte la nécessité de maintenir la dynamique de l'opération et d'agir rapidement. En effet, le fait d'exiger des autorités qu'elles procèdent à une distinction entre différents types d'investisseurs/porteurs d'obligations et qu'elles excluent certains de l'opération d'échange leur aurait imposé d'entreprendre une démarche particulièrement difficile, comportant de plus le risque de rendre l'opération totalement contre-productive par rapport à la viabilité de l'échange et à la dynamique nécessaire à la réussite du processus de la restructuration de la dette.

Par conséquent, la Cour conclut **qu'il n'y a pas eu violation de l'article 14 de la Convention combiné avec l'article 1 du Protocole n° 1 à la Convention.**

L'arrêt n'existe qu'en français.

Rédigé par le greffe, le présent communiqué ne lie pas la Cour. Les décisions et arrêts rendus par la Cour, ainsi que des informations complémentaires au sujet de celle-ci, peuvent être obtenus sur www.echr.coe.int. Pour s'abonner aux communiqués de presse de la Cour, merci de s'inscrire ici : www.echr.coe.int/RSS/fr ou de nous suivre sur Twitter [@ECHRpress](https://twitter.com/ECHRpress).

Contacts pour la presse

echrpress@echr.coe.int | tel: +33 3 90 21 42 08

Inci Ertekin (tel: + 33 3 90 21 55 30)

Tracey Turner-Tretz (tel: + 33 3 88 41 35 30)

Denis Lambert (tel: + 33 3 90 21 41 09)

La Cour européenne des droits de l'homme a été créée à Strasbourg par les États membres du Conseil de l'Europe en 1959 pour connaître des allégations de violation de la Convention européenne des droits de l'homme de 1950.