

INSOLVENTIE / INSOLVABILITÉ

Pleidooi voor een evenwichtige en op maat gemaakte regelgeving betreffende de speculatie op noodlijdende overheidsschulden

Justin Vanderschuren¹

SAMENVATTING

Deze bijdrage die gebaseerd is op ons doctoraatsonderzoek getiteld *Les actions judiciaires des spéculateurs sur les dettes souveraines – Réglementer les activités des fonds dits « vautours » dans un souci de soutenabilité*, gaat over de speculatie op noodlijdende overheidsschulden. Wij analyseren de speculatieve activiteiten van fondsen die vaak als “aasgierfondsen” worden bestempeld en pleiten voor een regelgeving ervan ten behoeve van de houdbaarheid van de betrokken schulden.

RÉSUMÉ

La présente contribution, basée sur notre recherche doctorale intitulée *Les actions judiciaires des spéculateurs sur les dettes souveraines – Réglementer les activités des fonds dits « vautours » dans un souci de soutenabilité*, porte sur la spéculation visant les dettes souveraines en difficulté. Nous y analysons les activités spéculatives des fonds souvent affublés du sobriquet de « vautours » et plaidons en faveur d’une réglementation de celles-ci, dans un souci de viabilité des dettes concernées.

INLEIDING

1. TIJDIGE STUDIE EN PLEIDOOI – Fondsen die speculeren op noodlijdende overheidsschulden worden vaak zwaar bekritiseerd en “aasgierfondsen” genoemd. Deze speculanten wordt namelijk verweten dat hun activiteiten negatieve gevolgen hebben voor de vaak arme bevolking van de beoogde debiteurstaten. Het gevolg van de speculatie bestaat voor een groot deel uit een verschuiving van staatsmiddelen ten gunste van de fondsen. In deze bijdrage, die gebaseerd is op ons doctoraatsonderzoek getiteld *Les actions judiciaires des spéculateurs sur les dettes souveraines – Réglementer les activités des fonds dits « vautours » dans un souci de soutenabilité*², wordt speculatie op noodlijdende overheidsschulden geanalyseerd (Hoofdstuk 1) en worden de juridische middelen onderzocht die zijn overwogen om dit fenomeen aan te pakken (Hoofdstuk 2). Omwille van de tekortkomingen van deze middelen, en meer in het algemeen, van het gebrek aan nuance van het begrip “speculatieve activiteiten”, pleiten wij voor een evenwichtige en op maat gemaakte regelgeving van deze activiteiten, met het oog op de houdbaarheid van de betrokken schulden (Hoofdstuk 3). Dit onderzoek is nuttig omdat het Raadgevend Comité van de VN-Mensenrechtenraad opgeroepen heeft tot dergelijk werk in zijn rapport van 2019 over de activiteiten van aasgierfondsen en hun impact op de mensenrechten. Zo is het Comité van mening dat “[a] further study reviewing relevant national legislation and case law, as well as good practices, would help States in the process of establishing an adequate legal framework”.³ Hoewel het ons lijkt dat dit juridisch kader idealiter deel zou moeten uitmaken van een globale aanpak van overheidsschuldencrisissen die complexer

1. Ph.D., B.A.E.F. Fellow (University of Michigan), postdoctoraal onderzoeker (F.R.S.-FNRS) en docent (UCLouvain).

2. Ons doctoraatsonderzoek werd gepubliceerd door Larcier in 2022 (www.larcier-intersentia.com/nl/actions-judiciaires-speculateurs-dettes-souveraines-9782807935969.html) en werd bekroond met een van de Cyrille Bialkiewicz-prijzen (www.prix-cyrillebialkiewicz.com). We willen emeritus-vrederechter Lode Vrancken en de leden van het *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht / Revue de droit commercial belge* bedanken voor hun nuttige commentaren.

3. Mensenrechtenraad van de Verenigde Naties, *Activities of vulture funds and their impact on human rights – Final report of the Human Rights Council Advisory Committee*, 7 mei 2019, A/HRC/41/51, p. 18. Reeds in 2014 sprak het Raadgevend Comité van de Mensenrechtenraad van een “problématique complexe” die een “recherche approfondie” vereist (Mensenrechtenraad van de Verenigde Naties, *Report of the Advisory Committee on its thirteenth session*, 19 augustus 2014, A/HRC/AC/13/2, p. 22 (in het Frans in de oorspronkelijke tekst)).

zijn dan alleen de kwestie van de zogenaamde “aasgierfondsen”, is een specifieke oplossing voor de problemen die zij opleveren wenselijk.

HOOFDSTUK 1. ACTIVITEITEN DIE MOETEN WORDEN GEREGLD

2. EEN LUCRATIEF BEDRIJFSMODEL – De activiteiten van schuldeisers die op noodlijdende overheidsschulden speculeren worden al lang bekritiseerd. Het bedrijfsmodel van de zogenaamde “aasgierfondsen” bestaat erin om op de secundaire markt tegen een verlaagde prijs overheidsschulden te verwerven die hun debiteuren met moeite kunnen betalen, en om vervolgens met hand en tand de betaling voor de rechter eisen.⁴ Deze aankoop van schuldvorderingen is mogelijk omdat hun primaire schuldeisers ze van de hand willen doen nu de betaling ervan onzeker en ingewikkeld is geworden. Geconfronteerd met zodanige moeilijkheden, verkopen primaire schuldeisers liever de schulden, zelfs tegen een verminderde prijs. Speculanten zien potentiële winsten en kopen deze in waarde gedaalde schulden tegen een lagere prijs. Zij weigeren vervolgens elke vorm van herstructurering en proberen voor de rechter betaling te verkrijgen tegen de nominale waarde, verhoogd met aanzienlijke interesten en schadevergoedingen.⁵ Deze *modus operandi* kan zeer lucratief zijn, zoals opgemerkt door het Raadgevend Comité van de VN-Mensenrechtenraad, dat melding maakte van procedures die resulteerden in rendementen van 50% tot 333% op jaarbasis.⁶ Meer in het algemeen wijst het Comité erop dat de terugvorderingspercentages die bereikt werden door de zogenaamde “aasgierfondsen” gemiddeld drie tot twintig keer zo hoog waren als hun investeringen.⁷ Voor hun winst oogmerk wendden de fondsen zich tot rechtbanken over de hele wereld om hun in gebreke blijvende debiteurstaten eerst te laten veroordelen en vervolgens om beslag te leggen op hun activa.

De rechtszaak die het speculatieve fenomeen het best illustreert, is waarschijnlijk die van de *NML Capital Ltd. tegen de Argentijnse Republiek* in het begin van deze eeuw.⁸ *NML Capital Ltd.* was een secundaire schuldeiser die zijn schuldvordering had verworven op een tijdstip dat de Zuid-Amerikaanse Staat al in financiële moeilijkheden verkeerde en die de betaling van zijn nominale waarde in rechte had gevorderd. Dankzij jarenlange juridische procedures slaagde *NML Capital Ltd.* erin de staat te doen betalen.⁹ Dit geschil kreeg veel publiciteit door zijn omvang, duur en ongelooflijke wendingen. Maar dit voorbeeld is niet uniek. Veel staten werden door speculatieve schuldeisers vervolgd en vaak waren de soevereine debiteuren arme of zeer arme staten. De recente pandemie van het coronavirus, die vele staten ertoe heeft gebracht hun schuld te verhogen om de economische en sociale gevolgen van de ziekte op te vangen¹⁰, zal ongetwijfeld de omvang doen toenemen van de moeilijkheden die staten ondervinden om hun schulden af te lossen en aldus het risico van speculatiedrift versterken.

3. TEGENGESTELDE ARGUMENTEN – Hoewel de rechtsgedingen van de speculanten juridisch gerechtvaardigd lijken omdat zij gebaseerd zijn op het beginsel *pacta sunt servanda*, meer bepaald omdat de fondsen slechts de betaling nastreven van de nominale waarde van de schulden die zij hebben afgekocht, worden deze acties sterk bekritiseerd vanwege hun immoraliteit en oneerlijkheid.¹¹ Het zijn immers vooral zeer

4. De door deze fondsen ingeleide rechtszaken zijn meestal gebaseerd op private rechtshandelingen waarbij buitenlandse overheidsschulden, meestal in de vorm van obligaties, worden gematerialiseerd.

5. Zie bv. United States Supreme Court, 16 juni 2014, *Republic of Argentina / NML Capital Ltd.*, 134 S. Ct. 2250, 2253.

6. Mensenrechtenraad van de Verenigde Naties, *Activities of vulture funds and their impact on human rights – Final report of the Human Rights Council Advisory Committee*, 7 mei 2019, A/HRC/41/51, p. 3 en 4. Zie J. SCHUMACHER, C. TREBESCH en H. ENDERLEIN, “Sovereign Defaults in Court”, *Journal of International Economics*, 2021, p. 37 voor cijfervoorbeelden.

7. Mensenrechtenraad van de Verenigde Naties, *Activities of vulture funds and their impact on human rights – Final report of the Human Rights Council Advisory Committee*, 7 mei 2019, A/HRC/41/51, p. 4.

8. Het geschil tussen *Elliott Associates* en de Republiek Peru wordt vaak voorgesteld als een pionier op het gebied van speculatie op noodlijdende overheidsschulden. Het fenomeen van zogenaamde “aasgierfondsen” kwam ook in de publiciteit met de zaak van *Donegal International Ltd. / de Republiek Zambia*.

9. Over dit Argentijnse geschil en zijn epiloog, zie o.a. M. GUZMAN en J. STIGLITZ, “How Hedge Funds Held Argentina for Ransom”, *The New York Times*, 1 april 2016 (beschikbaar op www.nytimes.com/2016/04/01/opinion/how-hedge-funds-held-argentina-for-ransom.html) > www.nytimes.com/2016/04/01/opinion/how-hedge-funds-held-argentina-for-ransom.html, geraadpleegd op 31 augustus 2023).

10. Zie Departement van Economische en Sociale Zaken van de Verenigde Naties, “Covid-19 and sovereign debt”, 14 mei 2020 (beschikbaar op www.un.org/development/dpad/publication/un-desapolicy-brief-72-covid-19-and-sovereign-debt – geraadpleegd op 31 augustus 2023).

11. Een uitspraak van Gordon Brown, voormalig Premier van het Verenigd Koninkrijk, wordt vaak aangehaald om het wantrouwen ten aanzien van deze fondsen aan te tonen: “We particularly condemn the perversity where vulture funds purchase debt at a reduced price and make a profit from suing the debtor country to recover the full amount owed – a morally outrageous outcome. [...]” (G. BROWN, *Speech by the Chancellor of the Exchequer at the United Nations General Assembly Special Session on children*, New York – Financing A World Fit For Children, 10 mei 2002 (beschikbaar op www.webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100407194022/www.hm-treasury.gov.uk/speech_chex_100502.htm – geraadpleegd op 31 augustus 2023).

arme staten met een noodlijdende bevolking die de schietschijf zijn van speculatieve vorderingen. De kans is groter dat deze staten problemen ondervinden om hun schulden af te lossen, waardoor ze worden blootgesteld aan speculatie. De zogenaamde “aasgierfondsen” worden ervan beschuldigd de mensenrechten te ondermijnen door activa te ontnemen die nuttig zijn voor staten en hun bevolking.¹² Bovendien betreft het verwijt dat speculatieve activiteiten een risico vormen voor de herstructureringen van overheidsschulden die nuttig zijn voor het herstel van de staatsfinanciën. Ten slotte kunnen ze er nog steeds van worden beschuldigd dat ze profiteren van ontwikkelingshulp die aan bepaalde staten wordt toegekend.¹³

Omgekeerd voeren de speculanten aan dat hun aanwezigheid en investeringen op de markten de liquiditeit van de overheidsschulden waarborgen en aldus de kosten van het lenen voor de staten verlagen. Het bestaan van een secundaire markt waarop de zogenaamde “aasgierfondsen” actief zijn, zal primaire beleggers immers waarschijnlijk geruststellen. Zij zijn meer geneigd om deel te nemen aan staatsfinanciering omdat zij overtuigd zijn van de toekomstige mogelijkheid om eruit te stappen door hun schuldvordering te verkopen. Bovendien benadrukken de fondsen hun waakzaamheid bij het toezicht op het goed beheer van de overheidsschulden.

HOOFDSTUK 2. OVERWOGEN MIDDELEN

4. JURIDISCHE VRAAGSTUKKEN EN OPLOSSINGEN – Zoals Michèle Grégoire opmerkt: “[L]a dette souveraine est un rond-point, où viennent s’enrouler les sciences politiques, les sciences économiques et les sciences juridiques.”¹⁴ Dezelfde opmerking kan worden gemaakt met betrekking tot speculatie op noodlijdende overheidsschulden door zogenaamde “aasgierfondsen”. Ryan Avery geeft bijvoorbeeld aan dat “[v]ulture funds litigation raises a mix of challenging issues affecting the rights of creditors and sovereign alike, and the issues generally include legal, political, humanitarian, public policy, foreign policy, and economic dimensions”.¹⁵ Wanneer specifiek wordt gekeken naar de rechtsovereenkomsten die speculanten bij nationale rechters instellen om hun doel te bereiken¹⁶, is het relevant om te analyseren welke antwoorden het recht kan geven op de moeilijkheden die de betrokken speculatieve activiteiten leveren en vragen die zij stellen. Er zijn verschillende juridische antwoorden op de speculatie op overheidsschulden die men zou willen bestrijden of, in ieder geval en vooral, beperken. Terwijl indirecte oplossingen te vinden zijn in de regulering van herstructureringen en in de modellering van schuldcontracten, zijn andere antwoorden specifiek ontworpen door nationale wetgevers die het speculatieve fenomeen willen aanpakken.

5. ONVOLMAAKTE INDIRECTE ANTWOORDEN – Twee belangrijke benaderingen worden vaak naar voren geschoven om debiteurstaten in staat te stellen het hoofd te bieden aan de moeilijkheden die zij ondervinden bij de uitvoering van maatregelen voor de herstructurering van hun noodlijdende schuld. Deze moeilijkheden vloeien vaak voort uit de onwillige houding van sommige schuldeisers die de voorgestelde maatregelen weigeren. Zonder zich enkel tot de zogenaamde “aasgierfondsen” te richten, bieden de wettelijke en de contractuele aanpak een indirecte oplossing voor de problemen die deze fondsen kunnen opleveren.

Met de *statutory approach* wordt herstructurering opgevat als een algemeen bemiddelingsproces, dat wordt beheerd door een onpartijdige derde partij die rekening houdt met alle betrokken belangen, en waarvan de resultaten bindend zijn voor de debiteurstaat en zijn schuldeisers.¹⁷ Staten die het moeilijk, of zelfs onmogelijk, hebben om hun schulden af te lossen, genieten niet van de bescherming die doorgaans

12. Een voormalig onafhankelijk VN-deskundige, Juan Pablo Bohoslavsky, benadrukte dat “vulture fund litigation has come at a significant cost for some States, diverting public funds into questionable forms of debt service, which should better be used for fighting poverty, improving public health care or education, and boost the debtors’ economies” (Bureau van de Hoge Commissaris van de Verenigde Naties voor de Mensenrechten, “Belgian legislation against vulture funds should be preserved – UN rights expert urges”, 15 juni 2016 (beschikbaar op www.ohchr.org/en/NewsEvents/Pages/DisplayNews.aspx?NewsID=20106&LangID=E – geraadpleegd op 31 augustus 2023)).

13. In verband met deze kritiek had België in 2008 een wet aangenomen die ertoe strekt de inbeslagneming of de overdracht te verhinderen van overheidsgeld bestemd voor de internationale samenwerking, met name via de techniek van de aasgierfondsen (beschikbaar op www.ejustice.just.fgov.be/eli/wet/2008/04/06/2008015073/justel – geraadpleegd op 31 augustus 2023).

14. M. GRÉGOIRE, “Banque et souveraineté: une pièce en trois actes”, in *Liber amicorum Martine Delieuneux*, Larcier, 2018, p. 286.

15. R. AVERY, “Out of the Desert and to the Oasis: Legislation on Predatory Debt Investing”, *University of Miami International and Comparative Law Review*, 2011, p. 269.

16. Wegens het ontbreken van een specifiek mechanisme en van een welbepaalde autoriteit om de problemen aan te pakken die debiteurstaten ondervinden bij het aflösen van hun schulden, worden geschillen doorgaans voorgelegd aan nationale rechtbanken.

17. C. LEQUESNE-ROTH, “Restructurer”, *Gestion et Finances Publiques*, 2018, p. 35.

door faillissementsmechanismen wordt geboden.¹⁸ Toch zou een kader voor de herstructurering van noodlijdende staatsschulden met beslissingen die door een onpartijdige derde partij kunnen worden opgelegd, de speculatie ongetwijfeld ontmoedigen.¹⁹ Hoewel een mechanisme voor de herstructurering van overheidsschulden verder gaat dan de loutere regulering van de activiteiten van zogenaamde “aasgierfondsen”, kan een dergelijk mechanisme dit positief effect hebben. De Conferentie van de Verenigde Naties over Handel en Ontwikkeling legt uit dat “it would definitely close gaps in the current *ad hoc* system that are being exploited by vulture funds and allow them to obtain preferential settlements outside of a consensual workout process”.²⁰

Ofschoon de wettelijke aanpak zeer moeilijk uitvoerbaar lijkt omdat hij de soevereiniteit van de staten op een Copernicaanse manier aantast door hen te dwingen de behandeling van hun financiële problemen aan een derde partij over te laten, zien sommigen in het contract dat de schuld deed ontstaan een ander middel van crisisbeheersing.²¹ De *contractual approach* maakt het dus mogelijk de problemen rond overheidsschulden op te lossen door de contractuele bepalingen ervan aan te passen. Deze aanpak voegt collectieve actie clausules toe aan overheidsschuldcontracten. Dankzij deze clausules kan een meerderheid van schuldeisers besluiten tot schulderstructureringsmaatregelen die bindend zijn voor alle schuldeisers en daardoor onwillige speculanten aan banden leggen. Dit indirecte antwoord op het fenomeen van de zogenaamde “aasgierfondsen” is echter onvolmaakt, met name omdat veel overheidsschuldcontracten geen collectieve actie clausules bevatten.²² Caroline Lequesne-Roth merkt op dat sommige staten afkerig kunnen zijn van het gebruik van dergelijke clausules omdat “[s]ur le marché compétitif de la dette publique, la physionomie du contrat conditionne le coût de l’emprunt et les dispositions favorables aux créanciers sont autant d’éléments d’attractivité”.²³

6. NOG TE ONTWIKKELEN DIRECTE ANTWOORDEN – Sommige nationale parlementen zijn zich bewust van de problemen die zogenaamde “aasgierfondsen” opleveren voor debiteurstaten en hebben besloten de activiteiten van deze fondsen aan te pakken. Tot op heden hebben, voor zover wij weten, slechts enkele staten de nodige stappen gezet om deze activiteiten te regelen door middel van een wetgeving die rechtstreeks op hen is gericht. Om de negatieve effecten van speculatie op noodlijdende overheidsschulden te voorkomen, hebben Britse, Belgische en Franse wetgevers deze activiteiten geregeld, daar waar in de Verenigde Staten twee initiatieven niet tot een resultaat hebben geleid.²⁴

Als eerste wou de Britse wetgever met de *Debt Relief (Developing Countries) Act*²⁵ bijdragen tot de doelstellingen van het *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative* van de Wereldbank en van het Internationaal Monetair Fonds.²⁶ De Britse wet tracht speculatie tegen te gaan die zou ondermijnen wat het initiatief beoogt te beschermen en beperkt zodoende het bedrag dat schuldeisers op bepaalde HIPC-schulden kunnen verhalen. De wet voorkomt dat schuldeisers meer krijgen dan wat ze op grond van het *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative* hadden kunnen krijgen. Als tweede heeft België in 2015 een wet aangenomen die, zoals de titel duidelijk aangeeft, de activiteiten van de aasgierfondsen wil aanpakken.²⁷ Het Belgische mechanisme beperkt de rechten van een schuldeiser wanneer hij een ongeoorloofd voordeel nastreeft door een lening of een schuld van een staat af te kopen. In dit geval zijn de rechten van deze schuldeiser ten aanzien van de debiteurstaat beperkt tot de prijs die hij heeft

18. In twee Amerikaanse wetgevingsvoorstellen om speculatie op overheidsschulden aan te pakken, wordt opgemerkt dat “[p]rofitteering in defaulted sovereign debt is made possible by the absence of the same type of bankruptcy protections for sovereign debtors that are available to private debtors” (U.S. bills 110 H.R. 6796 en 111 H.R. 2932 to prevent speculation and profiteering in the defaulted debt of certain poor countries, and for other purposes, art. 2(8)). Deze voorstellen, die dateren van 2008 en 2009, hebben niet geleid tot wetgeving).

19. Hoewel het voorstel van het Internationaal Monetair Fonds van 2002 voor een mechanisme voor de herstructurering van overheidsschulden niet uitdrukkelijk gericht was op fondsen die speculeren op deze schulden, waren ze toch in de gedachten van de ontwerpers ervan. In een toespraak over het mechanisme verwees Anne Krueger naar de “rogue creditors” en de “vulture company called Elliott Associates” (“A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, 26 november 2001 (haar toespraak is beschikbaar op www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp112601 – geraadpleegd op 31 augustus 2023)).

20. Conferentie van de Verenigde Naties over Handel en Ontwikkeling, “Sovereign Debt Restructurings: Lessons learned from legislative steps taken by certain countries and other appropriate action to reduce the vulnerability of sovereigns to holdout creditors”, background note, 26 oktober 2016, p. 24 (beschikbaar op www.un.org/en/ga/second/71/se2610bn.pdf – geraadpleegd op 31 augustus 2023).

21. Zie o.a. R. BISMUTH, “L’émergence d’un ‘ordre public de la dette souveraine’ pour et par le contrat d’emprunt souverain? Quelques réflexions inspirées par une actualité très mouvementée”, *Annuaire français de droit international*, 2012, p. 493.

22. Er moet echter worden opgemerkt dat in de context van de Griekse crisis de debiteurstaat met terugwerkende kracht een collectieve actiedausule had ingevoerd voor obligaties die onder het Grieks recht vielen (zie wet nr. 4050/2012).

23. C. LEQUESNE-ROTH, “Restructurer”, o.c., p. 36.

24. Over deze Amerikaanse wetgevingsvoorstellen, zie *supra*, vn. 17.

25. www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/22/contents: *Debt Relief (Developing Countries) Act 2010* (geraadpleegd op 31 augustus 2023).

26. Over dit initiatief, zie www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/hipc (geraadpleegd op 31 augustus 2023).

27. www.ejustice.just.fgov.be/eli/wet/2015/07/12/2015003318: wet teneinde de activiteiten van aasgierfondsen aan te pakken (geraadpleegd op 31 augustus 2023). De Franse titel geeft duidelijker de bedoeling van de wetgever weer, omdat hij verwijst naar de “lutte contre les activités des fonds vautours”.

betaald om die lening of schuld af te kopen. Als derde pakt artikel 60 van de Franse wet nr. 2016-1691 van 9 december 2016, bekend als “de wet Sapin II”²⁸, de activiteiten aan van fondsen die speculeren op noodlijdende overheidsschulden door het hun onmogelijk te maken om onder bepaalde voorwaarden dwangmaatregelen te bekomen ten aanzien van in Frankrijk gelegen eigendommen van buitenlandse staten. Een van de voorwaarden van de Franse wet is dat de schuldeiser de schuldvordering heeft verworven op een tijdstip dat de buitenlandse staat reeds in gebreke was met betrekking tot het schuldinstrument of dat deze staat een wijziging van de bedingen van het schuldinstrument had voorgesteld. Deze situaties maken duidelijk dat de staat met financiële problemen te kampen heeft.

Hoewel directe antwoorden op speculatie op noodlijdende overheidsschulden in vele opzichten interessant lijken, vertonen zij bepaalde tekortkomingen die, omwille van de complexiteit van deze speculatie, moeten worden aangepakt, zoals blijkt uit de volgende voorbeelden.²⁹ Het door de Britse wet ingevoerde mechanisme is onvolledig omdat het specifiek gericht is op oude schulden die het beschermt.³⁰ Door zijn beperkt toepassingsgebied biedt het mechanisme geen afdoend antwoord op alle toekomstige problemen die speculatie op overheidsschulden met zich meebrengt. De Belgische wet is ook gebrekkig omdat zij een hele reeks onnauwkeurige begrippen gebruikt. Zo worden de rechten van een schuldeiser beperkt wanneer de nagestreefde betaling een “ongeoorloofd voordeel” zou opleveren, welk voordeel onder meer wordt afgeleid uit een “klaarblijkelijke wanverhouding” tussen de afkoopwaarde van de schuld en de nominale waarde ervan.³¹ Ten slotte is het antwoord van de Franse wetgever ook onbevredigend omdat de financiële moeilijkheden van de debiteurstaat worden beoordeeld op het tijdstip dat de schuldvordering wordt overgenomen, daar waar de situatie van de soevereine debiteur kan veranderen en niet meer dezelfde kan zijn op het tijdstip dat dwangmaatregelen aan de rechter worden gevraagd.³²

HOOFDSTUK 3. DE GEWENSTE REGELGEVING

7. EEN ANTWOORD OP MAAT – De moeilijke opdracht waarmee de nationale rechtbanken worden geconfronteerd bij de behandeling van geschillen tussen zogenaamde “aasgierfondsen” en hun debiteurstaten, onderstreept het belang van een bijzondere aanpak van deze geschillen.³³ De complexiteit van het te bereiken evenwicht en de behoefte aan consistentie pleiten voor een op maat gemaakte aanpak van de activiteiten van speculanten. Deze aanpak zou naar onze mening kunnen bestaan in een regelgeving die betwiste situaties objectiviseert en die de taak van de rechters vergemakkelijkt door hen richtlijnen aan te reiken. Met betrekking tot overheidsschulden is het voor rechters moeilijk, zelfs bijna onmogelijk, om verder te gaan dan de toepassing van het recht en om een volledig zicht te hebben op de problemen die deze schulden met zich meebrengen.³⁴ Bovendien kunnen de nationale rechtbanken vaak niet het volledige effect van hun beslissingen vatten. En zelfs als zij zich hiervan bewust waren, kunnen wij betwijfelen of dit enige invloed moet hebben op hun beslissingen.³⁵ Een speciale regelgeving maakt het mogelijk de kritiek

28. www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000033558528: *loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique* (geraadpleegd op 31 augustus 2023).

29. Voor een verdere uitleg over deze tekortkomingen, zie ons komende artikel “Proposal for a New Regulation of Speculation in Sovereign Debt”.

30. De aanhef van art. 1, 3. van de *Debt Relief (Developing Countries) Act* bepaalt dat, om voor bescherming in aanmerking te komen, de schuld vóór de inwerkingtreding van de wet moet zijn ontstaan.

31. Zie art. 2, derde lid van de Belgische wet.

32. Zie art. 60.I.2° van de Franse wet.

33. De juridische argumenten die door speculatieve schuldeisers en debiteurstaten regelmatig worden aangevoerd, kunnen worden ingedeeld in enerzijds argumenten ter ondersteuning van de eis en die betrekking hebben op het beginsel van de overeenkomstwet en van de gelijke behandeling van schuldeisers (zie de *pari passu*-clausule), en anderzijds argumenten ter ondersteuning van de verdediging en die betrekking hebben op de soevereiniteit (zie o.m. de staatsimmuniteiten), de onmogelijkheid van speculatie (zie o.m. de *champerty* regel) en de voorrang van het algemeen belang (over deze argumenten, zie J. VANDERSCHUREN, *Les actions judiciaires des spéculateurs sur les dettes souveraines. Réglementer les activités des fonds dits « vautours » dans un souci de soutenabilité*, Larcier, 2022, p. 257-367).

34. John Pottow merkt op dat “[f]or those jurisdictions without specialized insolvency or business tribunals, confronting sovereign-debt problems in the posture of a general civil action for breach of contract is especially awkward” (J. POTTOW, “Mitigating the Problem of Vulture Holdout: International Certification Boards for Sovereign-Debt Restructurings”, *Texas International Law Journal*, 2014, p. 230). Martin Guzman wijst ook op de problemen die voortvloeien uit het feit dat “domestic judges of major lending jurisdictions such as New York, who do not understand the nature of sovereign debt restructuring processes, are still the ones in charge of deciding what the ultimate goals of a restructuring should be, and what remedies should be implemented to achieve those goals” (M. GUZMAN, *An analysis of Argentina's 2001 default resolution*, 110 CIGI Papers, 2016, p. 15 (beschikbaar op www.cigionline.org/sites/default/files/documents/CIGI%20Paper%20No.110WEB_0.pdf – geraadpleegd op 31 augustus 2023)).

35. Zie United States District Court for the Southern District of New York, *A.I. Credit Corp. v. The government of Jamaica*, 20 augustus 1987, 666 F. Supp. 629, p. 633: “It is not the function of a federal district court in an action such as this to evaluate the consequences to the debtor of its inability to pay nor the foreign policy or other repercussions of Jamaica's default.” Zie ook United States District Court for the Southern District of New York, *National Union Fire Ins. Co. v. People's Republic of Congo*, 22 december 1989, 729 F. Supp. 936, p. 945: “[T]his Court is not the appropriate government institution to weigh the harm to the Congo of paying a valid judgment, against the harm to an insurer (including its shareholders, and, ultimately, other policy holders) that would flow from its being denied its legal right to enforcement of the judgment.”

te ondervangen dat het niet aan de rechters toekomt om overwegingen te maken die verder gaan dan de overeenkomsten waarop rechtsvorderingen zijn gebaseerd.³⁶

8. EEN VEREISTE RECHTVAARDIGING – Een passende regelgeving moet gebaseerd zijn op een stevige rechtvaardiging voor de inbreuk op de rechten van schuldeisers. Elke beperking van deze rechten tast het beginsel aan dat de overeenkomst partijen tot wet strekt. Volgens dit beginsel moeten contracten worden nageleefd en schulden worden betaald. Dus, zoals Patrick Wautelet opmerkt, “[b]reaching this fundamental principle requires sound justification, as it modifies the equilibrium between the parties”.³⁷ Deze overweging is belangrijk omdat de strategie van de zogenaamde “aasgierfondsen” er juist in bestaat de nominale waarde van de op de secundaire markt verworven schuldvorderingen op te eisen, en meer in het algemeen de toepassing van hun oorspronkelijke voorwaarden, zelfs indien zij tegen een lagere prijs waren afgekocht. Zoals Mauro Megliani aangeeft, zijn hun speculatieve activiteiten juridisch mogelijk omdat “they hold credits bearing the original terms of the loan”, en bijgevolg “they are entitled to claim in full the nominal capital plus accrued interest”.³⁸

Omdat overheidsschulden door staten worden aangegaan om hun operaties en activiteiten te financieren, is het betreurenswaardig dat het gewicht van deze schulden in sommige gevallen de vermogens van deze bijzondere debiteuren ondermijnt. Het lijkt ons dat de rechtvaardiging voor de inbreuk op het beginsel dat de overeenkomst voor de partijen kracht van wet heeft, te vinden is in het argument van de houdbaarheid van overheidsschulden. Hoewel, zoals Stephen Schwarcz opmerkt, “[t]here does not yet, however, appear to be a universally accepted view of what constitutes debt sustainability for nations”³⁹, een schuld kan als houdbaar worden beschouwd als ze kan worden afgelost zonder de sociale en economische ontwikkeling van de debiteurstaat in gevaar te brengen.⁴⁰ De impactvolle activiteiten van zogenaamde “aasgierfondsen” mogen niet ten koste gaan van de grondrechten van de bevolking van debiteurstaten die in financiële moeilijkheden verkeren. Bijgevolg lijkt de invoering van een beschermingsregelgeving volledig gerechtvaardigd in de situatie waarin een staat wegens zijn financiële moeilijkheden bepaalde essentiële diensten niet langer aan zijn bevolking kan verlenen.⁴¹ Het argument van de houdbaarheid van de overheidsschulden rechtvaardigt de invoering van normen die ervoor zorgen dat de toepassing van de marktregels de verantwoordelijkheid van de staten niet ondermijnt om de grondrechten van hun bevolking te eerbiedigen en te waarborgen.⁴² Wij menen dat het van essentieel belang is om wettelijke bepalingen in te voeren die speculatieve activiteiten beperken die de mensenrechten ondermijnen.

9. EEN BEPERKING VAN DE VORDERINGEN – Als het gerechtvaardigd is om een op maat gemaakt antwoord te geven op de speculatie op noodlijdende overheidsschulden, is het nog steeds noodzakelijk om de omvang ervan te bepalen. Het argument van de houdbaarheid van overheidsschulden lijkt ons de toetssteen om dit vast te stellen. Omdat het enige criterium voor de regelgeving van speculatieve activiteiten de houdbaarheid van schulden is, is het ondenkbaar om de afkoop van overheidsschulden op de secundaire markt te verbieden. Een dergelijk verbod zou de liquiditeit van deze schulden ondermijnen en de kosten ervan doen exploderen omdat de secundaire markt zijn aantrekkelijkheid zou verliezen. De regelgeving mag de secundaire markt voor overheidsschulden en de gunstige gevolgen daarvan voor de financiering van staten niet ondermijnen. Niettemin is speculatie onaanvaardbaar als daardoor de grondrechten van de bevolking worden ondermijnd. De juiste reactie is dan ook het reguleren van speculatie op een manier die mensen beschermt tegen haar negatieve gevolgen.

In sommige specifieke gevallen, wanneer er sprake is van onhoudbaarheid, moet de winst die met overheidsschulden kan worden gemaakt, worden gematigd. Daarom moet worden bepaald dat vorderingen

36. Volgens Hayk Kupelyants, “courts should virtually never consider broader public policy arguments [...] to override contractual language and established legal rules”. Dit argument wordt gerechtvaardigd door het feit dat “the courts are not well suited to weigh various conflicting and irreconcilable public policy considerations that might arise in sovereign debt litigation (subject to the policy considerations embedded in the law)” (H. KUPELYANTS, *Sovereign Defaults Before Domestic Courts*, Oxford University Press, 2018, p. 24 en 25).

37. P. WAUTELET, “Vulture funds, creditors and sovereign debtors: how to find a balance?” in M. AUDIT (dir.) *Insolvabilité des États et dettes souveraines*, L.G.D.J., 2011, p. 128.

38. M. MEGLIANI, “For the Orphan, the Widow, the Poor: How to Curb Enforcing by Vulture Funds against the Highly Indebted Poor Countries”, *Leiden Journal of International Law*, 2018, p. 364 en 365.

39. S. SCHWARCZ, “Sovereign Debt Restructuring: A Model-law Approach”, *Journal of Globalization and Development*, 2015, p. 359.

40. Conferentie van de Verenigde Naties over Handel en Ontwikkeling, “Sovereign Debt Workouts: Going Forward”, p. 24 (beschikbaar op www.unctad.org/system/files/official-document/gdsddf2015misc1_en.pdf – geraadpleegd op 31 augustus 2023).

41. C. DE JONGHE, “Vers un encadrement européen de l’activité des fonds vautours?”, *Droit du Financement de l’Economie*, 2019, p. 11.

42. J. ROSSI, “Sovereign Debt Restructuring, National Development and Human Rights”, *SUR – International Journal on Human Right*, 2016, p. 191.

van zogenaamde “aasgierfondsen” beperkt zijn tot de prijs die zij hebben betaald voor de afkoop van de schuldvorderingen waarvan zij voor de rechter de betaling vorderen. Het is ook belangrijk dat fondsen die actief zijn op de secundaire markt rendement kunnen halen uit hun investeringen. De overweging dat een schuldeiser van zijn soevereine schuldenaar wiens schuld onhoudbaar is, niet meer kan krijgen dan hij voor de verwerving ervan heeft geïnvesteerd, maakt het mogelijk de eigendomsrechten van eerstgenoemde te verzoenen met de fundamentele rechten van de bevolking van de debiteurstaat. Het is echter van essentieel belang dat een schuldeiser, zelfs als hij een speculant is, een rendement op zijn investering kan behalen dat het risico compenseert. Dit is een noodzakelijke vereiste voor de goede werking van de markten voor overheidsschulden.

10. DE BESCHERMDE DEBITEURSTATEN – De afwijking van het heilig beginsel *pacta sunt servanda* doet logischerwijs de vraag rijzen welke staten de begunstigten van deze bescherming tegen speculatie zijn. Omdat de rechtvaardiging voor de beperking te vinden is in de houdbaarheid van overheidsschulden, kan niet zonder meer worden gesteld dat alle staten moeten worden beschermd, ongeacht hun vermogenstoestand.

Om te bepalen welke staten moeten worden beschermd omdat hun schuldenlast onhoudbaar zou zijn, kan worden beslist dat het moet gaan om staten die voorkomen op de lijst van ontvangers van officiële ontwikkelingshulp die is opgesteld door de Commissie voor Ontwikkelingsbijstand van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.⁴³ Naast het feit dat de opname op deze lijst duidt op een zekere financiële kwetsbaarheid van de debiteurstaat, wordt het gebruik van deze lijst gerechtvaardigd door het argument dat er situaties zijn waarin zogenaamde “aasgierfondsen” profiteren van ontwikkelingshulp. Het is essentieel dat de debiteurstaat op de lijst staat op het tijdstip dat de betaling van de schuld voor de rechter wordt geëist. Het is immers op het ogenblik dat de schuld wordt ingevorderd dat men de relevantie van de te verlenen bescherming moet beoordelen. Niets belet de schuldeiser om aan te tonen dat de gevraagde betaling de houdbaarheid van de overheidsschuld van de debiteurstaat geenszins zou aantasten. Wanneer de staat waarop de speculatie betrekking heeft, niet op de lijst voorkomt op het tijdstip dat de vordering wordt ingesteld, betekent dat niet dat de bescherming niet van toepassing is. De staat zou dus kunnen aantonen dat de voldoening die aan zijn schuldeiser zou worden gegeven, een concrete en specifieke invloed zou hebben op zijn noodzakelijk vermogen om zijn taken met betrekking tot de grondrechten van zijn bevolking te verzekeren. In dit geval behoudt de schuldeiser de mogelijkheid om dit middel aan te vechten.

11. DE VERANTWOORDELIJKHEID EN DE COHERENTIE VAN DE STATEN – Naast de bereidheid om mee te werken aan de houdbaarheid van overheidsschulden, zou de verantwoordelijkheid van de staten er ook toe moeten leiden dat zij speculatieve activiteiten op noodlijdende schulden reguleren. Hun plicht om wetgeving te creëren ter beperking van de activiteiten van zogenaamde “aasgierfondsen” die een negatief effect hebben op de bevolking van soevereine debiteuren, is te vinden in artikel 2, 1. van het internationaal verdrag inzake economische, sociale en culturele rechten en artikel 2, 2. van het internationaal verdrag inzake de burgerrechten en politieke rechten.⁴⁴ Deze artikelen bepalen respectievelijk dat “[e]ach State Party to the present Covenant undertakes to take steps, individually and through international assistance and co-operation, especially economic and technical, to the maximum of its available resources, with a view to achieving progressively the full realization of the rights recognized in the present Covenant by all appropriate means including particularly the adoption of legislative measures” en dat “[w]here not already provided for by existing legislative or other measures, each State Party to the present Covenant undertakes to take the necessary steps [...] to adopt such legislative or other measures as may be necessary to give effect to the rights recognized in the present Covenant”. De staten die partij zijn bij deze twee instrumenten moeten derhalve alles in het werk stellen om speculatieve acties of gedragingen die in strijd zijn met de

43. De lijst is beschikbaar op www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-standards/DAC-List-of-ODA-Recipients-for-reporting-2022-23-flows.pdf (geraadpleegd op 31 augustus 2023). De Franse antispeculatiebepaling maakt reeds gebruik van deze lijst. Het idee om een lijst te gebruiken was ook opgenomen in de twee Amerikaanse wetgevingsvoorstellen om speculatie op overheidsschulden aan te pakken (over deze voorstellen, zie *supra*, vn. 17). Het was bepaald dat beschermde “qualified poor countries” verwijzen naar “foreign states that are eligible for financing from the International Development Association but not from the International Bank for Reconstruction and Development” (zie art. 3(9) en art. 6(a)).

44. Met betrekking tot de houding van de debiteurstaten stelt Noel Villaroman dat “[e]njoying the status of a higher law, ICESCR obligations must take priority and precedence before any contractual obligation assumed by states, including loan agreements, in the event of an unavoidable conflict” (N. VILLAROMAN, “Debt Servicing and its Adverse Impact on Economic, Social and Cultural Rights in Developing Countries”, *Journal of Human Rights*, 2010, p. 499).

daarin vastgelegde rechten tegen te gaan.⁴⁵ Deze verantwoordelijkheid kan volgens ons worden genomen door wetten te stemmen die ervoor zorgen dat deze rechten worden geëerbiedigd. Wij zijn ervan overtuigd dat het beperken van de rechtsvorderingen van speculatieve schuldeisers opdat hun juridische acties de rechten van de bevolking van de debiteurstaten niet ondermijnen, een passende manier is om aan de twee voormelde internationale verdragen te voldoen.

Voorts is het voor crediteurstaten die schuldverlichtingen en schuldkwijtscheldingen aan debiteurstaten toekennen, alsook voor staten die ontwikkelingshulp verlenen, zinvol te streven naar het vermijden van misbruik van deze ondersteuningsmaatregelen.⁴⁶

CONCLUSIE

12. EEN NOODZAKELIJKE MAATREGEL – In de conclusie van een van zijn 2020-verslagen merkte het Internationaal Monetair Fonds op dat “the desirability of wider application of targeted statutory tools of the kind already in place in a few countries to complement the contractual approach (i.e., ‘anti-vulture fund’ legislation) could be further explored to limit holdout creditor recovery in specified circumstances, though they should be carefully designed to limit the impact on creditors’ rights and avoid undermining the secondary market”.⁴⁷ Deze conclusie, die de relevantie van de door ons uitgevoerde studie aantoont, weerspiegelt de twee voornaamste elementen van de stelling die wij aan het einde van ons doctoraatsonderzoek verdedigen. Wij zijn inderdaad overtuigd van het belang om speculatieve activiteiten op noodlijdende overheidsschulden te reguleren door een wetgevende tekst die specifiek daarop gericht is, net zoals wij ervan overtuigd zijn dat de regelgeving met behoedzaamheid moet worden uitgedacht.

In zijn eindverslag over de activiteiten van aasgierfondsen en hun gevolgen voor de mensenrechten, dat hierboven is vermeld, beveelt het Raadgevend Comité van de VN-Mensenrechtenraad de lidstaten aan om “[e]nact legislation aimed at curtailing the predatory activities of vulture funds within their jurisdictions”.⁴⁸ Wij zijn het eens met deze aanbeveling. Omdat overmatige overheidsschulden en speculatie daarop twee endemische verschijnselen zijn, moeten beiden worden aangepakt om de grondrechten van de bevolking van debiteurstaten te beschermen. De regelgeving betreffende de speculatie op noodlijdende overheidsschulden wordt nog belangrijker nu dat de explosie van de schulden als gevolg van de pandemie van het coronavirus de vrees voor toekomstige crisissen doet ontstaan.

Als laatste bewijs van het belang en van de actualiteit van de in ons doctoraatsonderzoek bestudeerde speculatie, zijn in de staat New York zeer recentelijk verschillende wetgevende initiatieven met betrekking tot overheidsschulden genomen. Deze initiatieven beogen de totstandkoming van drie wetten, namelijk *an Act to amend the banking law, in relation to restructuring unsustainable sovereign and subnational debt; an Act to amend the debtor and creditor law, in relation to the recoverability of sovereign debt* en *an Act to amend the judiciary law, in relation to the purchase of claims by corporations or collection agencies and to*

45. Opmerkelijk is dat het argument van de verantwoordelijkheid wordt gebruikt door de New Yorkse senator Gustavo Rivera om zijn wetsvoorstel voor de herstructurering van onhoudbare overheidsschulden te rechtvaardigen. Hij merkt op dat “[a]bsent an actual federal treaty, New York has the right and responsibility to fill this clear legal void” (overweging beschikbaar op www.nysenate.gov/legislation/bills/2021/S6627 – geraadpleegd op 31 augustus 2023).

46. Tijdens de parlementaire voorbereiding van de Franse antispeculatiebepaling benadrukte ook parlementslid Dominique Potier het belang om “mettre fin aux pratiques de ces fonds procéduriers [...] captant l'aide publique au développement” (Assemblée nationale, volledig verslag, gewone zitting 2015-16, derde vergadering van donderdag 9 juni 2016, *Journal officiel de la République française*, p. 4236). Zie ook de raadpleging van de Britse regering voorafgaand aan de *Debt Relief (Developing Countries) Act*, waar de regering, na te hebben verklaard dat sommige schuldeisers aan de door de schuldverlichtingoperaties vrijgekomen bedragen een andere bestemming zouden geven, hieraan toevoegde: “We firmly believe it is right to act to prevent this from happening at the expense of debt relief funded by the UK taxpayer.” (HM TREASURY, *Ensuring effective debt relief for poor countries: a consultation on legislation*, 2009, p. 3 (beschikbaar op www.data.parliament.uk/DepositedPapers/Files/DEP2009-2123/DEP2009-2123.pdf – geraadpleegd op 31 augustus 2023)).

47. Internationaal Monetair Fonds, *The international architecture for resolving sovereign debt involving private-sector creditors – Recent developments, challenges, and reform options*, 23 september 2020, p. 47 (beschikbaar op www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/09/30/The-International-Architecture-for-Resolving-Sovereign-Debt-Involving-Private-Sector-49796 – geraadpleegd op 31 augustus 2023).

48. Mensenrechtenraad van de Verenigde Naties, *Activities of vulture funds and their impact on human rights – Final report of the Human Rights Council Advisory Committee*, 7 mei 2019, A/HRC/41/51, p. 18.

*certain instruments calling for payment of a monetary obligation by a foreign state.*⁴⁹ Indien deze wetten worden aangenomen, zullen zij ongetwijfeld gevolgen hebben voor de activiteiten van de zogenaamde “aasgierfondsen”⁵⁰, meer bepaald omdat de wetgeving van New York vaak wordt gebruikt in verband met overheidsschulden.

49. Zie www.nysenate.gov/legislation/bills/2023/S5542 en www.nysenate.gov/legislation/bills/2023/a2102/amendment/a (eerste initiatief), www.nysenate.gov/legislation/bills/2023/s4747 en www.nysenate.gov/legislation/bills/2023/a2970 (tweede initiatief), www.nysenate.gov/legislation/bills/2023/s5623 en www.nysenate.gov/legislation/bills/2023/A5290 (derde initiatief) (geraadpleegd op 31 augustus 2023). Over deze voorstellen, zie o.a. D. ZANDSTRA, R. HOUCK, H. TRIACA, J. ZONIS en A. YIANNI, “Sovereign debt restructuring – Three New York Assembly active bills”, mei 2023, beschikbaar op www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/05/sovereign_debt_restructuring_three_new_york_assembly_active_bills.pdf (geraadpleegd op 31 augustus 2023).

50. Over deze gevolgen, zie ons komende artikel “Proposal for a New Regulation of Speculation in Sovereign Debt”.