



LES FONDS VAUTOURS ET LA LOI BELGE

Xavier Dupret

Août 2018

19.000 signes

Ce texte paraîtra dans *Démocratie*, l'organe du Mouvement Ouvrier Chrétien, en septembre 2018.

Le 31 mai de cette année, la Cour constitutionnelle déboutait le fonds vautour NML Capital Ltd qui exigeait l'annulation de la loi « relative à la lutte contre les activités des fonds vautours » adoptée il y a trois ans. La Belgique était, une fois de plus, au cœur d'une bataille orchestrée par les fonds vautours.

Ce texte vise à faire le point sur l'avancée fondamentale que représente la législation belge dans le domaine. Mais dans un premier temps, cette analyse reviendra sur ce qu'est un fonds vautour.

Passage obligé

Commençons par donner une définition succincte. Nous reviendrons par la suite sur chacun des éléments constitutifs de cette dernière.

On qualifie de fonds vautours les fonds spéculatifs qui achètent, sur les marchés secondaires, des obligations d'entités (privées comme publiques) en défaut de paiement.

Qu'est-ce qu'un fonds spéculatif ? C'est une société privée qui se finance par l'emprunt et qui a pour objectif de dépasser les rendements obtenus en Bourse. Cette pratique est qualifiée par le milieu de la finance de « décorrélation de la performance des actifs » puisque ceux-ci offrent un retour sur investissement supérieur à celui des placements en Bourse. Le niveau de retour de ces derniers est donc considéré comme un indicateur de référence. Deux remarques, à ce stade du débat notionnel, s'imposent. Cet indice de référence n'a rien d'innocent. Il faut savoir que la Bourse offre, sauf période de grave crise, de meilleurs rendements que les obligations. Un fonds spéculatif (ou *hedge fund* en anglais) fait donc peser de fortes exigences de rentabilité sur les secteurs où il est actif. Pour parvenir à un tel résultat, les fonds spéculatifs se déploient sur tous les terrains d'investissement possibles (obligations d'Etat, immobilier, actions, matières premières...).

Une obligation correspond à un titre qui matérialise le fait d'avoir prêté de l'argent à un émetteur en échange de la perception d'intérêts à intervalles réguliers. En matière d'échange des obligations, on différencie un marché primaire d'un marché secondaire. Sur le marché primaire, les émetteurs d'obligations échangent leurs titres contre des capitaux. Sur le marché secondaire, les investisseurs s'échangent les titres entre eux. Tout comme les actions, les obligations se négocient en bourse. Sur le marché secondaire des obligations, le prix des titres varie par rapport à celui fixé lors de la phase d'émission.

Enfin, le défaut de paiement désigne le moment où une personne, morale ou physique, jette le gant et ne rembourse plus ses créanciers en raison d'un problème d'insolvabilité. On remarquera, au passage, que les fonds vautours ne sont pas exclusivement actifs sur le segment des dettes publiques, comme on peut le lire çà et là¹. Des entreprises peuvent introduire des obligations pour se financer sur les marchés et entrer en défaut de paiement. C'est ainsi que des fonds vautours ont été impliqués en 2008 dans les suites de la faillite de Tribune Media, un groupe de médias états-unien propriétaire, entre autres choses, du Chicago Tribune et du Los Angeles Times².

Le *modus operandi* des fonds vautours est le suivant. Lorsqu'une entreprise ou un Etat entre en défaut de paiement sur sa dette, le prix des obligations relatives à cette dernière pique du nez sur les marchés secondaires. Les fonds vautours rachètent les obligations alors qu'elles sont fortement décotées et entreprennent alors de longues batailles juridiques pour recouvrer le montant de la dette à sa valeur originelle (on parle également de « valeur faciale »).

Fonds vautour, des investisseurs comme les autres ?

Un dicton d'Europe centrale assure que « même au Diable, il faut allumer un cierge ». Donnons, dès lors, la parole aux fonds vautours afin d'envisager la façon dont ils conçoivent leur rôle au sein de l'économie.

Les fonds vautours s'attribuent la vertu d'apporter de la liquidité aux marchés financiers. Leur argument est le suivant. Sans leurs actions judiciaires, les débiteurs des entités en défaut de

¹ Par exemple CADTM, *Quelle est la place des fonds vautours dans le système financier international ?*, 16 janvier 2018 (Url : <http://www.cadtm.org/Quelle-est-la-place-des-fonds>). Date de consultation :

² Les Echos, édition mise en ligne le 12 avril 2010. Les prétentions des vautours dans ce dossier ont été, après une longue bataille juridique, rejetées par la justice américaine en 2015. Des états du Tiers-monde n'ont, dans le passé, pas eu l'occasion de bénéficier d'une telle mansuétude. Nous reviendrons sur ce point dans la suite de l'exposé lorsque nous évoquerons le cas de l'Argentine.

paiement resteraient sans un sou. Par conséquent, les coûts d'emprunt, suite à des situations de ce type, seraient plus élevés. Certaines sources vont jusqu'à affirmer que les fonds vautours ne s'acharment pas sur « les cadavres de compagnies qui sont mortes mais, au contraire, tentent de les ramener à la vie »³. Ces arguments méritent d'être analysés de manière approfondie.

On peut douter de ce que l'action des fonds vautours soit à ce point bénéfique en cas de restructuration d'une entreprise en faillite. On prendra, pour défendre ce point de vue, l'exemple du groupe Tribune Media. Après la faillite de ce dernier en 2008, ses créanciers se sont mis d'accord en 2011. A cette époque, l'idée était de séparer les actifs du groupe en deux entités distinctes. D'un côté, les actifs sains de Tribune Media devaient être repris dans une compagnie dont le capital de départ serait constitué par une conversion de la dette détenue par les grands créanciers du groupe. Ces derniers, en l'espèce, la banque JPMorgan Chase & Co ainsi que le fonds d'investissement Oaktree Capital Management, s'engageaient donc à faire enregistrer la dette du groupe à leur égard comme relevant des capitaux propres de la nouvelle compagnie. La partie saine du groupe continuerait à tourner et puisqu'elle sortait de la procédure de liquidation, elle pourrait à nouveau émettre des actions. Le deal prévoyait que les petits créanciers encaissent un petit chèque d'adieu de 500 millions de dollars et se débrouillent pour retirer quelque chose de la procédure de liquidation de la *bad company*.

Un fonds vautour, Aurelius Capital Management, ne l'entendait pas de cette oreille et a ligué les petits créanciers contre ce deal. But de la manœuvre: maintenir les actifs sains du groupe dans la procédure de liquidation afin de retirer de celle-ci des revenus plus juteux⁴. En raison de l'obstination d'Aurelius, il a fallu attendre août 2015 pour que l'accord de 2011, après bien des méandres judiciaires, soit avalisé par la Cour d'appel de Philadelphie.

Loin de sécuriser le fonctionnement du marché, l'attitude d'Aurelius a été décrite par la justice américaine comme étant de nature à causer « un préjudice indu à Tribune Company et à ses investisseurs »⁵. De surcroît, les solutions proposées par Aurelius, dans l'optique clairement assumée de retirer un maximum de cash de l'opération, impliquait de remettre Tribune Company « sous la supervision de la justice pour chaque transaction »⁶. En termes de sécurisation des investisseurs, on a vu mieux. En tout état de cause, la notation de Tribune Company s'est améliorée depuis sa retentissante faillite de 2008. L'action des fonds vautours n'y est pour rien puisque leurs réclamations ont été superbement ignorées par les juridictions US.

Réalité 1-Fonds vautours 0.

Le match n'est pas terminé. Examinons à présent si l'action des fonds vautours permet d'apporter davantage de liquidité sur le segment des dettes publiques. Nous allons, dans cette optique, passer en revue le cas de l'Argentine.

³ Edward Altman, professeur à la Business School de l'Université de New York cité par le Financial Times, édition mise en ligne en date du 2 novembre 2011.

⁴ Los Angeles Times, édition mise en ligne le 3 janvier 2012

⁵ United States Court of Appeals, Third Circuit, TRIBUNE MEDIA COMPANY et al. Vs AURELIUS CAPITAL MANAGEMENT et al, décision intervenue le 19 août 2015. Url : <https://caselaw.findlaw.com/us-3rd-circuit/1710955.html>. Date de consultation : le 11 août 2018.

⁶ Ibid.

A la fin de l'année 2001, le gouvernement argentin entrainait en défaut de paiement en raison de son incapacité à se refinancer sur les marchés. Pour l'anecdote, le risque de défaut de paiement de l'Argentine, tel qu'évalué par les agences de notation, était le plus élevé de la planète (1.850 points) dès octobre 2001. C'est-à-dire trois mois avant que le pays n'avoue son incapacité à faire face à ses échéances. Pour l'anecdote, le risque pays de l'Argentine dépassait, à cette époque, celui du Nigeria. En novembre 2001, les 2.100 points étaient franchis⁷. D'un point de vue historique, c'était la sixième fois que l'Argentine entrainait en défaut de paiement depuis la déclaration d'indépendance du pays le 9 juillet 1816⁸.

Dès novembre 2001, alors que le défaut est imminent, les fonds voutours acquièrent des obligations publiques argentines en bénéficiant d'une décote importante⁹. On note encore des achats d'obligations publiques argentines dans le chef des fonds voutours en 2008. A cette époque, NML Capital et Aurelius obtiennent des titres de la dette publique argentine pour 48 millions de dollars alors que leur valeur nominale s'élève à 222 millions. NML Capital et Aurelius n'ont, en réalité, jamais participé au financement structurel de l'État argentin. On retrouve même une série de titres qui ont été acquis par les fonds voutours en 2010¹⁰.

En mai 2003, Nestor Kirchner devenait président de la République d'Argentine. Il entrainait clairement dans ses intentions de mener, tambour battant, une négociation des plus musclées avec les créanciers du pays. Les pourparlers allaient durer deux ans. En 2005, l'inflexibilité de Kirchner payait. L'Argentine, en cessation de paiement depuis 2001, arrachait un accord historique. Le stock de la dette était restructuré à hauteur de 75%.

En échange, les créanciers de l'Argentine ont reçu des obligations à maturité plus longue et d'une valeur nominale allant de 25 à 35% de celle des titres originaux. En 2009, le gouvernement argentin négociait avec les créanciers restés en dehors des accords de 2005 (dans le jargon, ces créanciers sont qualifiés de *holdouts*). Au total, plus de 90% des créanciers de l'Argentine ont accepté la restructuration de la dette portée à bout de bras par l'administration Kirchner.

Rideau? Clap de fin? Happy end?

Hélas, les fonds voutours en avaient décidé autrement. Ils vont harceler l'Argentine pendant une décennie. En février 2012, le juge Griesa de New York leur donnera raison. L'Argentine épuisera, par la suite, tous les recours possibles. En juin 2014, la Cour Suprême des Etats-Unis s'estimera incompétente pour invalider les décisions prises antérieurement par les cours et tribunaux de l'oncle Sam au sujet de l'Argentine.

⁷ Daniel Heymann, *Buscando la tendencia: crisis macroeconómica y recuperación en la Argentina*, CEPAL, Serie estudios y perspectivas, Buenos Aires, avril 2006, p.34.

⁸ Carmen M. Reinhart Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different. A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper n° 13882, Cambridge, mars 2008, pp.24-27.

⁹ *Ámbito Financiero*, édition mise en ligne du 6 décembre 2013.

¹⁰ UNITED STATES DISTRICT COURT SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK, *NML Capital, Ltd. v. The Republic of Argentina*, No. 1/2009cv01708 - Document 191, pp.4-19, 28 septembre 2011. Url : <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2009cv01708/341002/191/>. Date de consultation : le 10 août 2018.

Au départ des ennuis de l'Argentine, on retrouve la notion de *pari passu* (traduction littérale : d'un pas égal). Cette dernière, en matière de restructuration des dettes publiques, signifie que tous les créanciers doivent être traités sur un pied d'égalité. En mettant en avant cette notion dans le traitement de la dette argentine, la justice américaine donnait raison aux créanciers ayant refusé les termes de la restructuration en 2005 et 2009. Ces derniers pouvaient légitimement exiger d'être remboursés à la valeur nominale d'achat de leurs titres, quand bien même ils étaient ultra minoritaires.

L'élection en décembre 2015 du conservateur Mauricio Macri à la présidence de l'Argentine va donner satisfaction aux fonds vautours. En mars 2016, le gouvernement argentin, après des négociations express, acceptait de leur verser 4,6 milliards de dollars. Au passage, « le contentieux sur la dette argentine a rapporté plus de 300% au fonds Elliott »¹¹.

Quel a été l'impact de cette capitulation devant les fonds vautours en termes d'accès au crédit pour l'Argentine ? Au début du mois d'août de cette année, l'agence de notation Fitch faisait paraître un rapport qui classait l'Argentine parmi les pays les plus vulnérables à un choc économique externe « en raison de son déficit budgétaire, de ses nécessités de financement externe et du haut niveau de l'inflation ». La dette argentine a récemment reçu une note B (qualifiée par les spécialistes de « très basse »¹²). Ce qui explique le niveau particulièrement élevé des taux d'intérêts nominaux en Argentine (45% en août 2018¹³).

On ne peut guère dire qu'avoir cédé aux pressions des fonds vautours a libéré un afflux de crédit en direction de Buenos Aires. Mauricio Macri risque, d'ailleurs, de payer très cher le fait d'avoir un peu trop cru en la pensée économique *mainstream* car avec un tel niveau du taux d'intérêt, il est pratiquement certain que l'Argentine entrera en récession pour la fin de l'année (et accessoirement, à un an des futures élections présidentielles de décembre 2019). A l'heure où ces lignes étaient écrites, l'Argentine négociait un plan d'aide auprès du FMI. Réalité 2-Fonds vautours 0.

Législation belge

Ce chapitre conclusif a pour objectif de faire comprendre l'importance de la législation belge relative aux fonds vautours. Nous commencerons par analyser le caractère central de la Belgique dans le dispositif d'action de ces derniers.

C'est sur le territoire de notre pays, qu'il y a 50 ans, la banque JP Morgan (aujourd'hui, JP Morgan Chase) a créé Euroclear. Cette chambre de compensation internationale assure le rôle d'intermédiaire entre les débiteurs et les créanciers pour la grande majorité des titres obligataires mondiaux. C'est donc par le biais d'Euroclear que les créanciers sont payés.

En 2000, le fonds vautour Elliott a ainsi fait main basse sur l'argent du Pérou (qui avait fait défaut sur sa dette auparavant) en s'appuyant sur ce mécanisme. Il faut savoir que la toute grande majorité des contrats d'endettement en dollars des pays en développement désignent des juridictions américaines pour trancher des éventuels litiges. Or, la justice américaine a, à la fin du siècle dernier, profondément modifié la doctrine en matière de défauts de paiement en estimant que les créanciers *holdouts*, parmi lesquels, les fonds vautours, étaient, en réalité,

¹¹ Les Echos, édition mise en ligne le 3 mars 2016.

¹² La Nación, édition mise en ligne le 9 août 2018

¹³ Avec une inflation de 31%, le taux d'intérêt réel en Argentine tourne autour des 14%. C'est là un niveau clairement trop élevé pour envisager un retour durable de la croissance dans le pays.

prioritaires sur les autres créanciers. Le blocage des règlements via Euroclear a été exigé et la justice belge a accepté cette demande.

Après avoir obtenu gain de cause auprès des tribunaux étatsuniens, Elliott restait confronté à un vrai casse-tête. En l'occurrence, faire exécuter le jugement prononcé en sa faveur. Il était évident que l'Etat péruvien ne risquait pas de laisser traîner des actifs sur le territoire des Etats-Unis. Afin de contourner l'obstacle, « Elliott a alors inauguré une pratique consistant à demander, sur le fondement de la clause *pari passu*, au juge de l'Etat sur le territoire duquel était situé le dépositaire central, de bloquer le paiement des sommes dues par le Pérou aux porteurs des nouveaux titres »¹⁴. Or, le dépositaire central des paiements de la République du Pérou se trouvait en Belgique.

Il s'agissait d'Euroclear qui, conformément à sa mission, constituait la liaison institutionnelle entre les émetteurs de titres (par exemple, le Trésor d'un pays) et les propriétaires de ces derniers. En bloquant le canal Euroclear, Elliott voulait empêcher le Pérou de dispatcher des fonds et, par conséquent, de se financer sur les marchés.

En septembre 2000, Elliott dépose une requête devant le Tribunal de commerce de Bruxelles visant à faire exécuter le jugement du tribunal américain. Le fonds vautour essuie une fin de non-recevoir. Hélas, la Cour d'appel de Bruxelles lui donnera raison sur la base de la clause *pari passu*. Le Pérou, désireux de ne pas faire défaut sur sa dette et de s'éloigner à nouveau des marchés financiers, finira par s'incliner et paiera la valeur faciale des titres en possession d'Elliott.

Notre vaillante petite patrie s'est, par la suite, bien rattrapée. C'est ainsi que la Belgique a adopté, il y a trois ans, la loi relative à la lutte contre les activités des fonds vautours. Cette dernière complique singulièrement l'emprise des fonds vautours sur Euroclear.

En effet, la loi du 12 juillet 2015 limite le droit au remboursement du créancier au prix effectivement déboursé pour le rachat de la créance en litige. Pour cela, il faut que le juge en Belgique établisse que le créancier cherche à obtenir un « avantage illégitime ». L'article 2 alinéa 2 de la loi antivautours dispose que « la recherche d'un avantage illégitime se déduit de 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 ». Cette disproportion est toujours présente dans le cas des fonds vautours.

De surcroît, la disproportion manifeste visée l'article 2 alinéa 2 de la loi précitée doit, pour qu'on puisse parler d'avantage illégitime, être complétée d'au moins un des critères suivants :

- « l'Etat débiteur était en état d'insolvabilité ou de cessation de paiements avérée ou imminente au moment du rachat de l'emprunt ou de la créance;
- le créancier a son siège dans un paradis fiscal ;
- le créancier fait un usage systématique de procédures judiciaires pour obtenir le remboursement de l'emprunt ou des emprunts qu'il a déjà précédemment rachetés;
- l'Etat débiteur a fait l'objet de mesures de restructuration de sa dette, auxquelles le créancier a refusé de participer;

¹⁴ Les Echos, édition mise en ligne le 23 février 2010

- le créancier a abusé de la situation de faiblesse de l'Etat débiteur pour négocier un accord de remboursement manifestement déséquilibré;

- le remboursement intégral des sommes réclamées par le créancier aurait un impact défavorable identifiable sur les finances publiques de l'Etat débiteur et est susceptible de compromettre le développement socio-économique de sa population » (article 2 alinéa 3 de la loi du 12 juillet 2015).

Dans le cas de l'Argentine, la disproportion manifeste était établie et le fonds qui poursuivait Buenos Aires en justice (en l'occurrence NML Capital) était basé aux îles Caïmans et a, de surcroît, toujours refusé d'adhérer aux conditions de restructuration de 2005 et 2009. Et ce, après avoir acquis les obligations constitutives du litige alors que le défaut argentin était imminent voire consommé. L'avantage illégitime était flagrant.

Bien sûr, la loi belge ne s'applique que sur le territoire national. Et à l'exception du Royaume-Uni et de la France, on ne trouve pas d'autres exemples de législations visant à contrer l'action des fonds vautours.

La loi du 2 juillet 2015 constitue pourtant une importante avancée puisqu'elle met hors la loi l'activité des fonds vautours. Voilà pourquoi NML Capital a introduit un recours devant la Cour constitutionnelle. Celle-ci les a déboutés, il y a quelques semaines. La Belgique, grâce à l'action du Centre National de la coopération au Développement (CNCD), de son homologue flamand 11.11.11 ainsi que du Comité pour l'abolition des dettes illégitimes (CADTM), continuera donc à jouer un rôle pionnier contre cette forme particulière de spéculation financière.

En tout état de cause, il ne sera plus possible pour les fonds vautours, puisque leur *business model* est prohibé par le droit chez nous, d'utiliser le canal Euroclear pour faire pression sur des Etats fragilisés. C'est un (très) bon début...