

Dettes argentines : les beaux jours des fonds vautours

- Le contentieux sur la dette argentine a rapporté plus de 300 % au fonds Elliott.
- D'autres restructurations se profilent, notamment en Afrique.

DETTE

Isabelle Couet
@icouet

Un mal pour un bien. C'est le calcul du président argentin Mauricio Macri, qui a accepté de verser 4,6 milliards de dollars à quatre fonds vautours pour solder ce que les juristes appellent le « contentieux du siècle ». Un moyen pour l'Argentine de normaliser ses relations avec la justice américaine et de revenir sur les marchés internationaux, dont elle était bannie depuis 2001, faute d'avoir remboursé ses créanciers. Pour les fonds vautours, c'est une très belle victoire. Ces investisseurs qui achètent de la dette de pays en faillite et les assignent devant des tribunaux étrangers pour être remboursés pleinement ont réalisé de juteux profits avec l'Argentine.

En signant un accord avec Buenos Aires le 29 février, ils ont renoncé à toucher 100 % de la valeur des créances en leur possession, mais ont reçu 75 % quand les investisseurs ayant participé aux restructurations de dette de 2005 et 2010 n'ont été remboursés qu'à hauteur de 25 ou 30 %. Le plus célèbre des fonds engagés dans cette bataille hors norme, le fonds Elliott, va recevoir 2,28 milliards de dollars sur 3,039 milliards réclamés, dont 617 millions de capital – les intérêts sont vertigineux – d'après des données du ministère des Finances argentin citées par des médias locaux. La société de Paul Singer a donc réalisé un gain de 369 % ! Et ce chiffre ne reflète pas ses véritables profits, puisque le « hedge fund » a acquis les obligations à bas prix : le clan Kirchner a parlé de 10 % de la valeur faciale, des sources de marché évoquent plutôt un prix de 20-25 % juste après la faillite et 50 % avant la restructuration. Dans



Les fonds vautours ont réalisé de juteux profits avec l'Argentine. Photo Patricio Murphy/Zuma/REA

l'entourage d'Elliott, on concède que l'opération en valait la peine, tout en rappelant que les poursuites ont duré près de quinze ans. Le rendement de l'investissement doit donc être lissé sur cette longue période.

La fin d'une saga... et le début d'une industrie
« Le niveau de recouvrement obtenu par Elliott, Dart et Aurelius [deux autres grands fonds vautours, NDLR] est tellement important que cet accord va sans doute donner naissance à toute une nouvelle génération d'Elliott, qui vont traquer les dettes souveraines aux quatre coins du

monde », s'inquiète Mitu Gulati, professeur à Duke University et éminent spécialiste de ces questions. « C'est sans doute la fin de la saga argentine, mais le début d'une industrie basée sur des poursuites judiciaires, où de riches "hedge funds" aux moyens illimités décortiquent les contrats de dette à la recherche de failles qu'ils utiliseront pour effectuer des saisies partout où ils peuvent. »

Elliott va-t-il poursuivre dans cette voie ? Depuis des années, la société de Paul Singer, qui gère 27 milliards de dollars, explique que cette stratégie agressive contre les Etats pèse peu en réalité dans son

portefeuille d'investissements. Le fonds, qui a aussi acheté de la dette grecque pendant la crise – mais sans mener une guerre devant les tribunaux –, va peut-être marquer une pause car cette mauvaise réputation nuit à certaines de ses activités.

Malgré les initiatives lancées ces dernières années pour mieux protéger les Etats (lire ci-dessous), le terrain de jeu des fonds vautours reste assez large. Certaines opportunités sont connues : déboires de Porto Rico, potentiel défaut du Venezuela (dont 40 milliards d'obligations ne contiendraient pas de pilule anti-fonds vautours), difficultés probables de plusieurs pays africains qui se sont beaucoup endettés ces dernières années et subissent de plein fouet la baisse du cours des matières premières...

Selon des estimations du FMI datant de 2014, environ 80 % de la dette libellée en droit étranger (dont l'encours s'élève à 900 milliards de dollars) contient des pilules anti-fonds vautours (ou CAC). Un marché de près de 200 milliards de dollars est donc facilement à la merci de « hedge funds » procéduriers. La guerre n'est pas finie. ■

Un petit cercle d'investisseurs

Difficile de s'y retrouver dans la nébuleuse des fonds « vautours », en raison des multiples noms de véhicules (souvent immatriculés dans des paradis fiscaux) sous lesquels ils apparaissent. NML pour Elliott, EM pour Dart Management, etc. Une manière d'avancer masqués ? Les « hedge funds » qui ont les moyens de s'attaquer aux Etats sont en fait souvent les mêmes et ont des liens de filiation. C'est par exemple un ancien d'Elliott, Mark Brodsky, qui a lancé Aurelius (en référence à l'empereur romain), engagé dans la bataille argentine. Ils se connaissent tous puisqu'ils se retrouvent ensemble à la table des négociations.

Une affaire qui a fait bouger les lignes dans le monde

La bataille entre l'Argentine et les fonds vautours a eu un retentissement mondial. Les moyens déployés par ces investisseurs, prêts à tout pour recouvrer leurs créances face à un Etat en faillite, ont fait réagir l'économiste Joseph Stiglitz et donné lieu à plusieurs avancées en matière de dette souveraine, en plus d'initiatives locales (la Belgique a voté une loi).

1 La Grèce, l'Europe et les clauses d'action collective

Le spectre de l'Argentine a plané sur la Grèce lorsque le pays s'est enfoncé dans la crise et que son incapacité à rembourser ses créanciers obligataires est devenue évidente. Les dirigeants européens ont eu peur que le pays ne se retrouve dans une situation aussi inextricable que le pays d'Amérique latine, contraint par un juge à rembourser des sommes élevées à des investisseurs opposés à toute restructuration de la dette. Pour éviter ce scénario catastrophe, l'avocat Lee Buchheit, du cabinet Cleary Gottlieb, et le juriste Mitu Gulati ont proposé une solution. Ils ont fait le constat que 90 % de l'encours obligataire du pays était libellé en droit grec. Ils ont donc eu l'idée de faire voter par le Parlement local une modification touchant les contrats de dette, pour y introduire des clauses d'action collective (CAC). Ces clauses, inventées au début des années 2000, stipulent que si une majorité des détenteurs d'obligations acceptent un effacement de dette, alors tous les autres porteurs de titres doivent s'y soumettre. Il s'agit d'un mécanisme de vote à la majorité qui empêche des minoritaires de s'acharner à demander un remboursement plein. Un outil que l'Argentine n'avait pas et qui s'est avéré assez efficace dans le cas de la Grèce, puisque seulement 6 milliards d'euros de dette ont échappé à la restructuration de 2012. Tous les Etats de la zone euro ont ensuite inséré progressivement cette pilule anti-fonds vautours dans leurs titres obligataires.

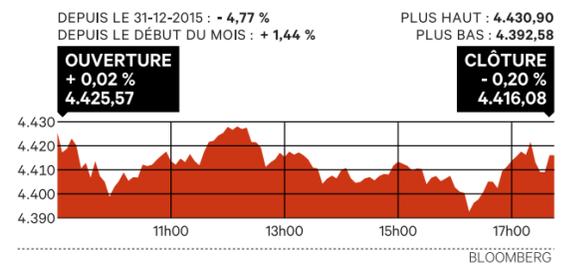
2 Un contrat de dette plus protecteur promu par le FMI

Si les clauses d'action collective (CAC) se sont révélées efficaces, l'exemple grec a montré qu'il fallait les renforcer. En effet, les porteurs de titres s'expriment par un vote qui ne s'applique pas à l'ensemble de l'encours obligataire, mais à chacune des couches. Un créancier retors qui détient, seul, la majorité d'une ligne peut donc passer entre les mailles du filet. L'Association internationale des marchés de capitaux (Icma) a donc révisé ses contrats standards en insérant des CAC agrégées : le vote vaut pour toutes les couches et non plus ligne par ligne. Autre nouveauté, la clause « pari passu », par laquelle un Etat s'engage à traiter tous ses créanciers sur un pied d'égalité et qui est au cœur des ennuis de l'Argentine avec les fonds vautours, a été modifiée. Il s'agit d'empêcher que des créanciers se prévalent du « pari passu » pour réclamer d'être remboursés 100 % du nominal, quand d'autres ont accepté une décote. Ces deux réformes ont reçu le soutien du FMI, qui pousse les pays émergents à adopter ces contrats. Une trentaine (Mexique, Kazakhstan, Indonésie...) l'ont déjà fait. En janvier, le représentant de la Chine au FMI a indiqué que ce contrat pourrait être utilisé aussi par son pays.

3 L'adoption par l'ONU de principes sur la dette souveraine

Sous l'impulsion de l'Argentine, en septembre 2014, l'Assemblée générale de l'ONU a voté le lancement d'un projet pour instaurer un « mécanisme multilatéral et juridique pour les procédures de restructuration de dette souveraine ». La résolution a été votée à une très large majorité, même si beaucoup de pays d'Europe se sont abstenus (France, Italie, Grèce...) et que quelques grands pays ont voté contre (Etats-Unis, Allemagne, Royaume-Uni, Japon...). En termes simples, l'idée était de créer un mécanisme empêchant certains créanciers privés de bloquer ou gêner des opérations d'effacement de dette. Un an plus tard, les ambitions ont été revues à la baisse, les Nations unies se contentant de voter une résolution pour l'adoption de neuf principes généraux (souveraineté, bonne foi, traitement équitable...) qui doivent guider les procédures de restructuration de dette. Problème : les résolutions de l'Assemblée générale ne sont pas contraignantes, il s'agit donc avant tout d'un symbole. Le projet de départ n'est toutefois peut-être pas enterré. L'ONU a en effet reçu au moins une proposition, celle d'un groupe de professeurs de droit et juristes français (Cedin). Le groupe a travaillé depuis 2013 à l'élaboration d'un projet de « Centre international pour la sauvegarde financière des Etats » : « C'est une sorte d'organisme de conciliation et d'arbitrage entre les Etats en difficulté et leurs créanciers, qui peut être saisi si le pays a choisi de s'y référer dans ses contrats obligataires », explique Mathias Audit, qui a conduit les travaux. Le mécanisme se veut incitatif et équilibré. Il devra convaincre les gouvernements qui tremblent à l'idée de contrarier les investisseurs. — I. Co

LA SÉANCE DU 3 MARS 2016



La Bourse de Paris s'ancre au-dessus des 4.400 points

● La Bourse de Paris a marqué une pause après une série de cinq séances de hausse consécutives. L'indice CAC 40 a perdu 0,2 %, à 4.416,08 points, dans un volume d'échanges peu étoffé de 3,1 milliards d'euros. La baisse du marché « est légitime après un gain de 500 points quasi en ligne droite sur trois semaines »

grâce au pétrole et aux espoirs placés dans la BCE, explique Renaud Murail, gérant chez Barclays Bourse cité par l'AFP. Les investisseurs sont en outre restés sensibles à l'évolution des cours du pétrole, hésitants après leur fort rebond engagé depuis trois semaines. Ils sont revenus sur des valeurs

qu'ils avaient délaissées. **Valloirec** a symbolisé cette reprise, en grimpa de 17,13 %. De même, **CGG** a pris 3,03 %, malgré un discours de prudence pour 2016 après avoir vu ses résultats se détériorer l'an passé. **Casino** (+ 4,50 %) a également bénéficié de ce mouvement.

A l'inverse, **Sanofi** a perdu 2,47 %. Le secteur européen de la pharmacie a accusé une des plus fortes baisses sectorielles en Europe, après l'avertissement de Moody's sur les risques croissants de pression sur les prix dans l'industrie pharmaceutique.

Arkema a bondi de 8,79 % grâce à des résultats annuels meilleurs que prévu. Le groupe de chimie s'est déclaré « confiant » pour 2016 et les années à venir.

Zodiac Aerospace a bénéficié d'un relèvement de sa recommandation par JP Morgan. L'action a gagné 5,50 %.

Michael Dobson fait de la résistance à la tête de Schroders

GESTION D'ACTIFS

La nomination de l'actuel directeur général au poste de président du conseil passe mal.

Sophie Rolland
srolland@lesechos.fr

La polémique autour de la succession de Michael Dobson, à la tête de Schroders depuis quatorze ans, a totalement éclipsé les bons résultats de la société de gestion britannique ce jeudi. Figure emblématique de la City, Michael Dobson laissera bien son poste de CEO (« chief executive officer », l'équivalent de directeur général) à Peter Harrison, l'actuel responsable de l'investissement, comme beaucoup le pressentaient – le « Financial Times » avait annoncé la nouvelle en début de semaine. Mais il risque fort de rester incontournable dans la vénérable maison.

A partir du 4 avril prochain, Michael Dobson deviendra en effet président non exécutif de Schroders, une évolution de carrière contraire aux bonnes pratiques du code de gouvernance britannique. Un président trop influent risque en effet de faire de l'ombre au nouveau dirigeant et de le gêner dans la mise en place d'une nouvelle stratégie, expliquent les spécialistes de la gouvernance.

Michael Dobson a défendu sa nomination en expliquant que

le conseil d'administration avait pris cette décision « dans l'intérêt de la société et en prenant en considération [son] expérience et [sa] connaissance des clients ». Il est vrai que le code de gouvernance britannique prévoit des exceptions et, conformément à ses recommandations, le futur président a envoyé une lettre à l'ensemble des actionnaires pour justifier sa nomination. Sans réussir à convaincre. A entendre bon nombre d'actionnaires, le vétérinaire de la gestion ne lâchera pas facilement les rênes de Schroders. Ils craignent également qu'il soit très difficile de faire contre-poids à sa personnalité

A entendre bon nombre d'actionnaires, le vétérinaire de la gestion ne lâchera pas facilement les rênes.

au sein du conseil, en dépit de la nomination de deux administrateurs indépendants. Autre sujet sensible : le niveau de rémunération du nouveau président. Celle-ci atteindra 625.000 livres sterling annuelles (plus de 808.500 euros) contre 325.000 livres pour son prédécesseur, Andrew Beeson.

Soutenues par la famille Schroders, qui détient 45 % de la société de gestion, les nouvelles nominations devraient cependant être approuvées lors de l'assemblée générale d'avril. ■

Des résultats bien accueillis

- Schroders a annoncé une augmentation de son **bénéfice avant impôt** de 14 %, à **589 millions de livres sterling**, pour 2015 et relevé son dividende de 12 %.
- La société de gestion revendique **13 milliards de livres de flux nets** pour 2015 (contre 24,8 milliards en 2014), ce qui porte le total de ses actifs sous gestion à 313,5 milliards.
- Sur la période 2013-2015, « **72 % des actifs sous gestion affichent une surperformance par rapport à leur indice de référence ou à leurs pairs** », indique également la société dans un communiqué.