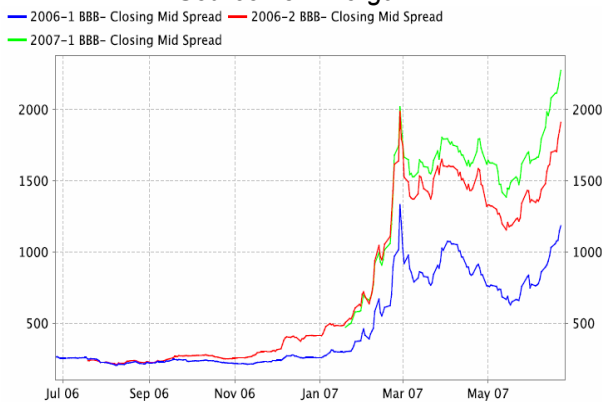


Bear Stearns : le LTCM des ABS

Depuis la fin de l'année 2006 le marché des prêts hypothécaires dits « sub-prime » ne cesse de se détériorer comme nous pouvons le constater sur le *Graphique 1* où sont représentées les trois séries de l'indice ABX composé majoritairement de ce type d'instruments.

Graphique 1 : Spreads sur les tranches de rating BBB- des séries ABX 2006-1 / 2006-2 / 2007-1
Source : JP Morgan.



Toutefois, la semaine dernière, ce ne sont pas des informations sur les taux de défauts ou les retards de paiement qui ont directement provoqué cette hausse de la volatilité sur le marché des ABS, mais un événement dans les coulisses de la finance.

Bear Stearns, l'un des plus gros intervenants sur le marché des prêts hypothécaires, a fait l'objet d'importants appels de marge sur les positions de ses deux hedge funds gérés par Ralph Cioffi. Ce gérant, âgé de 51 ans, était l'un des plus gros acheteurs de CDOs collatéralisés par des prêts hypothécaires. Il était, au sein de la société de gestion de la banque, en charge des fonds Bear Stearns High-grade Structured Credit et Enhanced Leveraged Fund qui, avec 2 milliards de dollars sous gestion, avaient pu emprunter, par l'intermédiaire de pensions livrées (« Repos »¹), plus de 10 milliards de dollars afin d'atteindre leurs objectifs de rendement.

Comme la plupart des hedge funds dans cette stratégie, le collatéral garantissant le prêt des deux fonds était principalement constitué de CDOs. Or ces produits structurés (voir la partie :

¹ Le Repurchase Agreement (Repo) est un prêt collatéralisé par un titre. L'avantage d'utiliser le repo pour un emprunteur à court terme est son faible coût par rapport au financement bancaire.

Le facteur déclencheur) ont subi de plein fouet la hausse des taux de défaut et de retard de paiement sur les prêts hypothécaires sous-jacents. La valeur de la garantie se dégradant, les banques qui avaient octroyé le prêt ont exigé de la part de Bear Stearns un ajustement du collatéral, forçant ainsi Mr Cioffi à liquider mi-juin 4 milliards de dollars pour les deux fonds.

Cette entreprise de dernière minute n'aura pas suffi à rassurer les banques qui, menées par Merrill Lynch, menacent de saisir les actifs et d'annoncer le défaut sur les prêts octroyés.

Le risque de réputation pèse sur Bear Stearns

Bear Stearns fait alors appel à Blackstone qui, en tant que conseiller, va établir un plan de sauvetage des actifs. En effet, maintenant que l'information s'est diffusée sur le marché, les titres détenus sont la cible de tous les desks de trading et des hedge funds qui attendent l'opportunité de racheter ces instruments à bas prix. La banque Bear Stearns propose le 18 juin un premier plan de reprise des actifs collatéralisés. Celui-ci est refusé par les banques prêteuses, peu coopératives, qui trouvent probablement dans cet événement l'occasion de récupérer des parts de marché à leur concurrent.

Alors que Goldman Sachs, JP Morgan et Bank of America arrivent à un accord avec Bear Stearns, Merrill Lynch commence, le 19 juin, à vendre aux enchères 850 millions de dollars de collatéral. D'autres banques, telles que Lehman Brothers et Deutsche Bank, auraient également commencé à liquider les actifs qu'ils détiennent en collatéral des prêts aux deux hedge funds. Finalement, le 21 juin, Bear Stearns met 3.2 milliards de dollars sur la table afin de sauver le fonds High Grade Structured Credit de la débâcle, et demande la suspension des appels de marge sur l'autre fonds.

Si le High Grade Structured Credit fund est momentanément épargné, la situation de l'autre fonds reste aujourd'hui incertaine d'autant que les appels de marge sont actuellement maintenus. Avec un actif sous gestion réduit à 200 millions de dollars (contre 699 millions au 31 janvier), seul un autre plan de sauvetage de la part de Bear Stearns permettrait d'épargner les investisseurs du Enhanced Fund.

Le facteur déclencheur

Comment une banque telle que Bear Stearns a-t-elle pu faire l'objet du deuxième sauvetage le plus important derrière celui de LTCM (3.6 milliards de dollars en 1998) ?

Afin de mieux comprendre ce qui s'est passé au cours des neuf derniers mois sur le marché des prêts hypothécaires américains, il est nécessaire de décrire les structures dans lesquelles les deux hedge funds de Bear Stearns sont investis.

Les « Sub-Prime Mortgage Loans »

En général, il est admis qu'un prêt « sub-prime » concerne un emprunteur n'ayant pas payé régulièrement ses traites au cours de l'année passée ou ayant un « FICO score »² inférieur à 620.

On distingue les prêts à taux variable (« ARMs ») de ceux à taux fixe (« FRMs »), et il existe également des prêts dits hybrides ayant un taux fixe pendant deux ou trois ans et un taux variable au-delà. Soulignons également que ces prêts font souvent l'objet de pénalités en cas de remboursement anticipé (prépaiement).

Enfin, les prêts IO (pour « interest only ») sont également proposés aux mauvais emprunteurs. Dans ce cas, durant les cinq premières années (cette durée peut varier), les échéances correspondent uniquement aux intérêts de l'emprunt et sont donc inférieures au montant à verser chaque mois dans un prêt amortissable classique. Une fois cette période écoulée, le remboursement du principal vient s'ajouter aux mensualités, d'où un accroissement brusque des traites.

Les « Sub-Prime ABS »

Un « Sub-Prime ABS » est un titre sécurisé (collatéralisé) par un portefeuille de prêts hypothécaires « Sub-Prime ». La structure la plus simple d'ABS est constituée d'une seule classe de titre. Toutefois nous avons vu se développer au cours de ces dernières années des structures composées de plusieurs « tranches » de titres se distinguant les unes des autres par leur niveau de subordination et par leurs ratings différents au sein d'un même ABS. Les classes inférieures étant les premières à supporter les pertes en cas de défaut au sein des prêts hypothécaires du collatéral, elles protègent du risque de crédit la « tranche senior » de la structure. Exposé à un risque élevé, elles procurent un rendement élevé pour un investissement de faible montant (levier implicite important).

² Le FICO score est une notation des emprunteurs américains permettant de mesurer le risque relatif de défaut de ce dernier ou la probabilité de retard de paiement de sa part. Cette notation est comprise entre 350 pour les mauvais emprunteurs et 850 pour les bons emprunteurs.

Les CDOs d'ABS

Le degré supérieur en structuration consiste à utiliser des ABS comme collatéral à un CDO (CDO d'ABS), et à appliquer sur ce pool d'ABS un « tranching » de subordination, et donc un levier supplémentaire.

Ce sont ces instruments (tranches d'ABS et de CDOs d'ABS) qui constituaient la majeure partie du collatéral des prêts de Bear Stearns. Lors de la hausse des défauts et des retards de paiement sur les prêts hypothécaires sous-jacents, les tranches que détenait Bear Stearns (qui n'étaient pas forcément les plus subordonnées) furent lourdement impactées. Toutefois, en face de cette position longue Mr Cioffi avait, comme de nombreux gérants, une position vendeuse importante sur l'indice ABX ou au travers d'autres dérivés le protégeant d'un écartement des spreads sur le marché des ABS. Cette stratégie de valeur relative fonctionna très bien jusqu'à ce que le spread de l'indice se stabilise et que les gains sur les dérivés ne compensent plus les pertes enregistrées sur leurs ABS ; entraînant ainsi la crise de financement décrite ci-dessus. La protection fournie par l'indice ABX n'était que partielle et imparfaite, étant donnée sa composition (voir Tableau 1). En effet, certains ABS détenus par le fonds n'entraient pas dans la composition de l'indice.

Tableau 1 : Caractéristiques pondérées des indices ABX

Source : Loan Performance, Markit, 18 Avril 2007.

ABX	ABX.HE. BBB- Spreads (bps)	60+ Delq %	FICO	LTV	ARM %	IO%	Full Doc%
2006-01	810	11.9	634	80.4	81.8	32.1	58.7
2006-02	1265	11.9	627	77.8	80.8	22.5	56.9
2007-01	1410	5.5	626	79.2	76.8	15.6	57.6

Conclusion

En se référant à Nassim TALEB, mathématicien et statisticien, auteur de « Le hasard sauvage », nous pourrions appeler ces événements les « cygnes noirs » de l'industrie des hedge funds. Ses analyses tendent à démontrer que la loi normale ne fait pas partie du monde de la gestion alternative.

Au niveau de l'analyse qualitative de hedge funds, cette crise dont on ne connaît pas encore tous les aboutissants confirme l'importance de l'étude détaillée des investissements, des risques opérationnels mais aussi des moyens de financement du levier, dans le processus de due diligence des hedge funds.

BAGNAROSA Guillaume, DEBONNET Eric,
JAUBERT Christophe – 25 juin 2007

Votre contact commercial habituel HDF se tient à votre disposition pour tout renseignement complémentaire.

<http://www.hdf-finance.fr>

01 44 17 12 34

investorsrelations@hdf-finance.fr

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.