

La crise du crédit rattrape les hedge funds trop endettés auprès des banques

Finance. La semaine qui s'ouvre sera très dure pour les fonds spéculatifs contraints par leurs créanciers d'honorer leurs engagements. Quatre entités ont été étranglées ces dernières semaines alors qu'elles géraient plusieurs milliards

Yves Genier

La crise du crédit qui affecte le secteur financier depuis août rattrape une gamme d'acteurs restée à l'écart jusqu'alors, les hedge funds. Quatre d'entre eux sont en situation de défaut: Peloton à Londres, Thornburg, Tequesta et surtout Carlyle Capital Corp. (CCC) aux Etats-Unis. La liste a de fortes chances de s'allonger.

Ces fonds sont pris au piège de l'instrument qui a fait leur force, un endettement élevé contracté auprès des banques. Domicilié sur l'île de Guernesey, coté à Amsterdam, mais géré à New York au siège de sa maison mère, le géant du private equity Carlyle, CCC a ainsi reçu une notification de défaut la semaine dernière. Sa cotation est suspendue depuis vendredi. Lundi, il essayait encore de trouver une solution avec ses créanciers.

CCC investissait près de 22 milliards de dollars. Sur cette somme, seuls 675 millions de dollars venaient de ses fonds ou de ceux de ses clients. Le solde était emprunté auprès d'un syndicat de 14 banques dont UBS. Pour chaque dollar de fonds propres, les banques ont donc accepté de prêter 32 dollars, créant un effet de levier de 32.

Un tel levier est qualifié de «complètement fou» par les professionnels du secteur. En moyenne, il s'élève entre 5 et 8 et ne dépasse pas 10 à 12 pour les cas les plus extrêmes. Pour donner une comparaison, une hypothèque classique en Suisse ne tolère pas un levier supérieur à 4: pour un franc de fonds propres, la banque en prête 4 au maximum pour acheter le logement.

CCC avait obtenu en 2006 des conditions extrêmement avantageuses parce que les titres qu'il mettait en gage étaient des obligations émises par deux agences garanties par le gouvernement américain. Ces agences, Freddie Mac et Fannie Mae, financent des prêts hypothécaires aux Etats-Unis.

Or, la crise du crédit rend les banques frileuses. Plutôt que de prêter à 95% de la valeur d'un gage garanti par le gouvernement américain, elles ne prêtent plus qu'à 70%. Elles sont en outre effrayées par la baisse des cours des obligations émises par ces agences, qui ont récemment perdu environ 10% de leur valeur du fait de la crise immobilière. Ces nouvelles règles ont piégé CCC.

Une logique semblable a conduit à la déconfiture des autres hedge funds. Ils sont, en outre, pris au piège de la brièveté de leurs emprunts. Afin de minimiser leurs coûts, ils se financent à 24 heures, selon les conditions «repo». Les taux y sont parmi les plus bas du marché monétaire. Tout durcissement des conditions par un prêteur se transforme donc d'un jour à l'autre en risque de faillite si le hedge fund débiteur ne parvient pas à trouver un financement alternatif.

Enfin, Carlyle s'est fait prendre à un autre piège. CCC, comme l'explique Pierre Kladny de Valleyroad Capital à Genève, se servait de la fortune de ce véhicule comme «quasi-fonds propres» permettant d'emprunter davantage d'argent aux banques. Le total était investi dans des fonds de private equity classiques. Ces derniers dégageaient une rentabilité d'autant plus élevée que la mise initiale de Carlyle était modeste en rapport aux emprunts. La complexité de cette construction, courante parmi les géants du private equity comme Blackstone et KKR, est mise en danger aujourd'hui par le resserrement du crédit bancaire.

© Le Temps, 2008. Droits de reproduction et de diffusion réservés.