

2008-08-21

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Problèmes d'agence dans la finance structurée: étude du cas des CLO en Europe

par Joachim Keller

NBB Working Paper n° 137 – Document Series

La crise en cours sur les marchés du crédit a suscité un débat sur l'opportunité des opérations de titrisation et sur la viabilité du modèle bancaire originate-to-distribute (octroyer puis céder). L'une des préoccupations majeures des observateurs du marché concerne les problèmes d'incitants ou d'agence auxquels sont confrontés les acteurs intervenant au cours des différentes phases du processus de titrisation. En d'autres termes, en l'absence d'incitants adéquats, les acteurs n'agissent pas de manière prudente mais mettent plutôt en œuvre des stratégies destinées à servir leurs propres intérêts et qui peuvent s'avérer préjudiciables aux investisseurs ainsi qu'aux autres acteurs du processus de titrisation.

Cette étude se concentre sur les éventuels problèmes d'agence liés à la titrisation des leveraged loans (prêts à effet de levier), qui a affiché une croissance exceptionnelle ces dernières années en raison de l'offre importante de leveraged loans résultant de l'explosion des LBO (LBO - rachats d'entreprises avec effet de levier). Elle examine en particulier les problèmes d'agence auxquels doivent faire face les gestionnaires de collateralised loan obligations (CLO titres de créance garantis par des prêts). Ces instruments constituent le principal type de special purpose vehicles (fonds commun de créances) utilisés pour la titrisation des leveraged loans. Les gestionnaires de CLO semblent disposer à la fois d'une grande liberté d'action et du pouvoir d'influencer considérablement leur performance. Ce working paper se présente sous la forme d'une étude de cas prenant appui sur les brochures émises préalablement à la vente ainsi que sur les prospectus des CLO en Europe.

L'étude identifie les différentes dimensions que peuvent prendre les problèmes d'agence. Elle fait apparaître que les gestionnaires de CLO peuvent s'engager dans des stratégies préjudiciables aux investisseurs, lors de la constitution de leur portefeuille, mais aussi lors de la prise de décisions sur la négociation des prêts en cours ou encore lors du traitement des créances dépréciées (décisions de restructuration). L'étude décrit également les différents mécanismes qui ont été mis en place afin d'atténuer ces distorsions et s'interroge sur leur efficacité. Tout en posant que ces mécanismes parmi lesquels figurent dispositions structurelles, incitants financiers et considérations de réputation s'avèrent être relativement efficaces, l'analyse met néanmoins au jour un certain nombre de brèches permettant aux gestionnaires d'élaborer des stratégies défavorables pour les investisseurs. Sont plus spécifiquement au centre des préoccupations la question de la fiabilité des limites de risque relatives au portefeuille global et celle du rôle du risque de réputation comme facteur de discipline. Ces deux questions sont liées aux conditions de marché favorables observées jusqu'à l'été 2007, conditions qui n'ont pas permis, à tout le moins jusqu'à présent, de procéder à un test de robustesse des CLO ni d'opérer une différenciation entre les gestionnaires.

L'étude se penche également sur les données relatives aux opérations de CLO par lesquelles les gestionnaires achètent ou détiennent une fraction de l'equity tranche (tranche supportant le risque le plus élevé). Bien que la détention de cette tranche ne soit que l'un des nombreux mécanismes d'alignement des incitants et non le reflet d'une exigence réglementaire, il ressort de l'analyse que les facteurs liés aux problèmes d'agence sont susceptibles d'expliquer pourquoi, dans certains cas, les gestionnaires achètent ou détiennent une partie de l'equity tranche. Plus précisément, les nouveaux gestionnaires, ainsi que les gestionnaires de transactions risquées sont plus enclins à acheter ou détenir une partie de l'equity tranche. À cela s'ajoutent également des effets concurrentiels et temporels. Ainsi, les résultats indiquent que la part des opérations de CLO par lesquelles les gestionnaires achètent ou détiennent une fraction de l'equity tranche s'est contractée au fil du temps, un recul qui pourrait être le signe d'une éventuelle détérioration des conditions d'octroi de crédits sur le marché. Ce résultat corrobore l'une des conclusions de l'étude selon laquelle la manière dont les problèmes d'agence sont abordés peut aussi dépendre des tendances du marché.