

Crise des subprimes et CDO : l'erreur était humaine

Par **Fabrice Riva**,
maître de conférences
à l'université
Paris-Dauphine

Une étude montre que dans certains CDO, des créances moins bien notées par le logiciel de notation ont été arbitrairement reclassées dans la tranche AAA.

Les produits de crédit structurés, au premier rang desquels les CDO (collateralized debt obligations), ont joué un rôle central dans l'éclatement et la propagation de la crise des subprimes. Un aspect troublant concernant ces produits réside dans la dégradation massive dont ont fait l'objet, à compter de 2008, les tranches initialement notées AAA de nombreux CDO. Comment expliquer en effet que des investissements prétendument sûrs aient pu finalement se trouver relégués au rang de quasi-junk bonds ? Manifestement leur risque a été largement sous-estimé, mais à quel niveau y a-t-il eu erreur ?

La première chose à noter est que les CDO constituent des produits relativement complexes à évaluer. L'affectation des cash-flows générés par les prêts sous-jacents à ce type de structure s'effectue selon le principe de la cascade (waterfall). Les cash-flows encaissés sont versés en priorité à la tranche senior. Ce n'est qu'une fois atteinte la rentabilité promise par cette tranche que les cash-flows supplémentaires peuvent alimenter la tranche mezzanine, et ainsi de suite jusqu'à la tranche equity. Formulés différemment, les premiers 3 % (en moyenne) de pertes sont absorbés par la tranche equity. Si les pertes s'avèrent supérieures à 3 %, celles-ci sont alors imputées sur la tranche mezzanine, et il faut en moyenne un niveau de pertes supérieur à 25 % sur les actifs qui constituent le sous-jacent pour que, de proche en proche, les créanciers senior voient leur rentabilité affectée. Le principe de la cascade est source de difficulté pour l'évaluation des CDO et seules des techniques relativement complexes permettent de quantifier le risque que plusieurs actifs présentant des probabilités de défaut corrélées entraînent une perte supérieure à un seuil donné. Cette complexité a été brandie comme l'une des causes possibles des erreurs d'évaluation commises : les modèles, étalonnés sur la base des seuls historiques de défaut existants, reposaient sur des hypothèses trop optimistes ; le niveau des corrélations, négligeant la possibilité d'une crise systémique, était sous-évalué, etc. Et de fait les notations de produits plus simples, tels les emprunts obligataires émis par des entreprises, n'ont pas connu, les dégradations massives qui ont été le lot de nombreux CDO.

Mais cette complexité est-elle la seule source d'erreur ? On peut en douter à la lecture d'un article de John Griffin et Dragon Tang, à paraître dans le *Journal of Finance*, intitulé «Did subjectivity play a role in CDO credit ratings ?». Pour réaliser leur étude, les auteurs ont eu accès à l'intégralité des caractéristiques des prêts constituant le sous-jacent de 916 CDO notés par l'une des trois grandes agences de notation (les auteurs se gardant bien du reste de préciser laquelle) au cours de la période 1997-2007 et totalisant un notionnel de 613 milliards de dollars. Plus intéressant, les auteurs ont également eu accès la structuration des différents CDO pour lesquels elle était mandatée. Premier constat : alors que le logiciel de notation alloue au vu de la qualité des créances en moyenne 63,4 % du montant d'un CDO à la tranche AAA, la proportion que représente cette tranche dans le produit effectivement commercialisé s'élève à 75,5 %, ce qui suppose que des créances moins bien notées par le logiciel ont été arbitrairement réhaussées. Ce décalage, que les auteurs qualifient diplomatiquement d'«ajustement», a de plus

Au total, les investisseurs en tranche AAA des 916 CDO de l'échantillon auraient dû exiger 42 milliards de dollars supplémentaires.

tendance à s'accroître au cours du temps : faible en 1997, le pourcentage de créances reclassées dépasse 18 % au début de l'année 2007.

Second constat : une tranche AAA a d'autant plus de chance d'être dégradée – et fortement – qu'elle

doit sa notation AAA au reclassement par «ajustement» d'une tranche jugée de qualité inférieure par le logiciel de rating. Un «ajustement» n'a donc pas pour effet d'affiner la notation brute fournie par le modèle quantitatif d'évaluation : au contraire ! Au total, les auteurs estiment que ce sont près de 42 milliards de dollars supplémentaires qu'auraient dû exiger les investisseurs en tranche AAA des 916 CDO de leur échantillon compte tenu des risques auxquels ils étaient effectivement exposés et que la majeure partie des 39 milliards de pertes qu'ils ont subies provient des «ajustements» pratiqués. Au-delà du simple constat, ce résultat milite clairement en faveur d'une plus grande transparence des méthodes d'évaluation et des données utilisées par les intermédiaires financiers, seule façon d'éviter cette subjectivité qui, au-delà des quelques dizaines de milliards de pertes estimées par Griffin et Tang sur leur échantillon, aura contribué à plonger le monde dans une crise sans précédent. ■