Les Echos
Le Quotidien de l'Economie

AVEC LE CONCOURS DE
ERNST & YOUNG

AMERICAN EXPRESS Corporate Services

l'Art de 11 la Finance

EN ASSOCIATION AVEC

GROUPE HEC
London Business School
Wharton The Wharton School University of Pennsylvania
The University of Chicago Graduate School of Business

EN COLLABORATION AVEC LE
FINANCIAL TIMES

DOSSIER SPÉCIAL CHAQUE VENDREDI PENDANT 12 SEMAINES

11

VaR : quelle mise sur la table du casino ?
Par Marc Mélou, Ernst & Young
Pages II et III

Risque de crédit et gestion de portefeuille de prêts bancaires
Par Joël Bessis, Groupe HEC
L'application de la méthode de la VaR au risque de crédit, le développement d'un marché des crédits organisé outre-Atlantique et l'apparition de dérivés-crédit concourent aujourd'hui à l'émergence d'une gestion active du portefeuille.
Pages III à V

Investissements obligataires : court ou long terme ?
Par Michael R. Gibbons, Wharton School
Il est risqué d'allonger l'échéance d'un portefeuille obligataire pour profiter de taux de rendement élevés et/ou parce que l'on anticipe une baisse des rendements futurs.
Pages VI et VII

Marchés : l'irréductible aléa
Par Hervé Crès, Groupe HEC
La décentralisation, via les marchés, de l'allocation des ressources est la seule voie vers l'efficacité du système de répartition de la richesse. Mais elle engendre un immense potentiel de fluctuations aléatoires.
Page VIII

Faillites : le maquis des réglementations nationales
Par Julian R. Franks, Kjell Nyborg et Walter Torous, London Business School
Les procédures de redressement et de liquidation d'entreprise divergent fortement. Exemples au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Allemagne.

La défaillance d'entreprise en France : quatre points clefs
Par Raymond Maëder, Groupe HEC
Pages IX à XI

Les Echos
Directeur général, directeur des publications : Olivier **FLEUROT**
Directeur général adjoint : David **GUIRAUD**
Directeur de la rédaction, rédacteur en chef : Nicolas **BEYTOUT**
L'Art de la Finance
Rédacteur en chef adjoint : Michel **DABAJI**
Coordination et secrétariat de rédaction : Stéphanie **MEUNIER**
Valérie **MAILLARD**

Pour recevoir les cahiers de L'Art de la Finance, reportez-vous à la page VI

VaR : quelle mise sur la table du casino ?

La méthode de la Value at Risk (VaR) est aujourd'hui utilisée par toutes les grande banques pour évaluer le risque du marché.

MARC MÉLOU

En 1993, une banque exerçant des activités obligataires pouvait raisonnablement évaluer le risque de ses positions à quelques pour cent et espérer compenser partiellement la perte dans une monnaie par un gain dans une autre.

En février 1994, la hausse du taux d'escompte par la Réserve fédérale américaine a créé une onde de choc qui s'est propagée dans l'ensemble des marchés financiers mondiaux. Les banques se sont alors trouvées devant une situation où leurs obligations perdaient jusqu'à 10 % de leur valeur, et ce dans toutes les monnaies en même temps et en quelques semaines. Le constat a été brutal : tous les œufs étaient dans le même panier et celui-ci était tombé du quinzième étage.

L'époque étaient donc particulièrement bien choisie pour développer des outils permettant d'évaluer de manière quantitative la perte maximale possible en tenant compte du bénéfice réel de la diversification. Combien de jetons avait-on mis sur la table du casino ?

Le concept

Comment définir la perte maximale sur un instrument ?

Est-ce la perte la plus importante depuis cinquante ans ? Dans ce cas, est-il réellement possible qu'elle se reproduise ?

Les mathématiques apportent une réponse à ces questions en définissant la perte maximale possible comme la perte dont la probabilité d'occurrence à un horizon donné est inférieure à un certain niveau, par exemple 1 %.

Pour déterminer la perte correspondant à 1 %, il faut donc faire une hypothèse sur la loi de probabilité des prix futurs.

Les études des statisticiens ont montré que la loi normale, ou loi de Gauss, est celle qui modélise le mieux les variations relatives des prix des actions et des taux de change. Les prix des obligations sont un problème plus complexe à traiter car ils dépendent de différents taux d'intérêt, eux-mêmes très liés entre eux par une courbe des taux aux déformations limitées.

Une loi normale modélisant les variations relatives des cours se traduit par une loi log-normale sur les cours. La loi log-normale est entièrement définie par sa moyenne et son écart-type. La moyenne est le cours à terme, et l'écart-type, qui est l'écart moyen par rapport à cette moyenne, est appelée volatilité.

La volatilité des prix futurs peut être estimée de deux façons :

− A partir des prix passés, par un modèle économétrique de prévision à court terme. Cela peut paraître contradictoire avec la théorie généralement reconnue de la marche aléatoire, qui enseigne que les prix passés ne servent à rien pour prédire le prix futur. Mais la recherche financière est moins catégorique sur la possibilité de prévoir la volatilité future et de nombreux travaux sont toujours en cours, par exemple autour des modèles ARCH.

− A partir du prix des options, qui contiennent l'estimation que se font les opérateurs de la volatilité future. Il suffit d'inverser les formules de calcul de prix comme celle de Black-Scholes ; on obtient alors la volatilité implicite.

La volatilité implicite n'étant disponible que pour les actifs faisant l'objet de marchés d'options, et à condition de trouver une échéance correspondant à l'horizon choisi, la volatilité utilisée dans le calcul de VaR est issue d'une méthode économétrique.

Comment évaluer l'effet de diversification ?

En détenant deux actifs différents, un investisseur peut dans tous les cas bénéficier de l'effet de diversification. Si ces deux actifs varient en sens opposés, les gains annuleront les pertes et l'effet sera maximal. L'effet ne sera nul que si les deux actifs varient parfaitement de concert, car dans ce cas les pertes s'additionnent.

Dans l'univers mathématique des marchés financiers, ces actifs suivent chacun une loi de probabilité normale, ce qui les fera évoluer parfois dans le même sens, parfois en sens contraire, avec des amplitudes différentes. On aura alors des cas où la perte est compensée par un gain. La mesure de ce bénéfice est appelée le coefficient de corrélation. Il est compris entre − 1 pour des actifs évoluant en opposition et + 1 pour ceux dont les évolutions sont toujours identiques. Les actifs financiers sont généralement liés entre eux par des coefficients positifs ou faiblement négatifs.

Lorsqu'il y a plus de deux actifs, le problème se complique rapidement car l'effet de diversification doit se mesurer pour chaque paire d'actif. L'indicateur prend alors la forme d'une matrice dite « matrice de covariance » dont la taille peut atteindre plusieurs milliers de lignes et de colonnes.

La Value at Risk

Le calcul de la perte à un horizon donné peut donc se faire en calculant les pertes individuelles pour une probabilité donnée et en combinant les différentes pertes à l'aide de la matrice de corrélation pour obtenir un total inférieur à la somme des composants, mettant ainsi en évidence l'effet bénéfique de la diversification.

Le président de la banque dispose alors du montant que son entreprise risque de perdre et il peut se fixer une limite, cohérente avec l'appétit des actionnaires pour le risque. Il peut également relativiser la performance de chaque activité en fonction de son risque et affiner ses choix de portefeuille.

Difficultés de mise en œuvre

Le problème étant posé et la réponse conceptuelle formulée, il restait à surmonter les obstacles de mise en œuvre. Les trois points critiques sont la qualité des données, la théorie appliquée et le traitement de l'information. Ce sont les progrès rapides dans ces domaines qui ont permis le développement rapide de la Value at Risk depuis 1995.

Les données

Les séries de données permettant de calculer les volatilités et les matrices de corrélation doivent avoir un certain nombre de caractéristiques rendant leur coût de production élevé :

− Elles doivent couvrir tous les instruments traités par la banque : les marchés de change, les actions, les indices, des centaines d'obligation... Ce qui représente un volume considérable.

− Pour former un ensemble cohérent, elles doivent être relevées de façon synchrone, ce qui pose un problème dans le monde financier fonctionnant 24 h sur 24.

− Toutes les séries doivent avoir le même nombre d'observations et les données manquantes en raison des jours fériés dans certains pays doivent être remplacées.

La théorie appliquée

Le passage du concept général, examiné précédemment, à la mise en œuvre a nécessité de nombreuse avancées théoriques pour répondre aux questions suivantes :

− Quelle est la meilleure méthode de prévision de la volatilité ?

− Comment réduire le nombre de données en évitant de relever les prix de toutes les obligations ou de toutes les actions ?

− Comment modéliser la courbe des taux d'intérêt ?

− Comment traiter les produits de type optionnel ?

− Quelle est la volatilité de la volatilité ?

Les travaux de théorie appliquée continuent à

Marc Mélou
Marc Mélou est senior manager chez Ernst & Young, au sein du groupe Banque et Finance.

mobiliser les chercheurs universitaires et ceux des départements de risques des banques.

Les systèmes d'information

Enfin, les progrès des systèmes d'information ont permis de mettre en œuvre les données et leur traitement théorique. La puissance de calcul croissante autorise la prise en compte de plus en plus d'instruments. Les progrès dans le domaine des réseaux et de l'information financière permettent de collecter quotidiennement les données nécessaires, les positions des opérateurs et les prix de marché. Ces avancées avaient été réalisées peu à peu par un petit nombre de banques d'investissement américaines mais elles en gardaient jalousement la propriété jusqu'en 1994. Il a fallu la mise à disposition gratuitement par la banque JP Morgan fin 1994 de sa méthodologie et de ses données pour impulser le mouvement de développement fulgurant de la Value at Risk.

Limites de la VaR

La Value at Risk n'est qu'un montant de perte potentiel et son évaluation peut comporter une imprécision assez importante, qui serait par exemple intolérable dans le cadre d'un calcul de résultat ; néanmoins, il vaut mieux connaître les limites de cette notion. Elles se divisent en 2 catégories : les limites inhérentes au concept et celles résultantes d'approximations délibérément choisies.

Les limites conceptuelles

Le concept de Value at Risk s'appuie sur des hypothèses qui sont parfois contestées par les faits :

− L'hypothèse de normalité des variations de prix est mise à mal par certains mouvements extrêmes des marchés. Leur ampleur est telle que la probabilité correspondante sous une hypothèse de loi normale est trop faible pour figurer dans les tables annexes des manuels de statistique. La distribution réelle n'est donc pas exactement normale mais plus large sur les bords et plus cintrée. C'est le phénomène des « longues queues » ou « leptokurtisme ». Pour compléter la vision VaR, on doit envisager le risque de ces mouvements extrêmes par la mise en œuvre de « stress test » isolés ou de scénarios de stress plus globaux. Le « stress test » calculera la perte due à une variation extrême d'un marché, dont l'amplitude est fixée une fois pour toute, indépendamment de toute hypothèse de modélisation. On fera par exemple varier la courbe des taux de 1 %. Une méthode de scénarios consistera à actionner plusieurs « stress test » de façon cohérente.

− La capacité du passé à anticiper l'avenir au travers des modèles de prévision économétriques est limitée, comme le souligne la difficulté des économistes à faire des prévisions conjoncturelles.

− La liquidité des marchés, qui suppose qu'on puisse vendre les positions à l'horizon choisi, n'est pas toujours celle qu'on attendait, surtout lors de forts mouvements.

Les approximations

Malgré la puissance croissante des ordinateurs, la mise en œuvre doit optimiser le rapport précision nécessaire/coût et plusieurs approximations sont souvent acceptées :

− les modèles d'options sont approximés par des polynômes ;

− la courbe des taux est modélisée simplement par des secteurs corrélés ;

− les actions sont traitées par leur bêta à un index.

Le backtesting

Le calcul de la VaR doit donc être validé par les faits. C'est l'objet du backtesting, qui consiste à s'assurer que le résultat réel ne dépasse la perte VaR que de temps en temps, la fréquence de dépassement correspondant à la probabilité choisie. Par exemple, une perte égale ou supérieure à la VaR à 1 % ne doit survenir que deux fois par an. Si elle survient plus souvent, on peut se poser la question de la pertinence du modèle utilisé (mais il y a peut-être d'abord le problème du résultat de l'activité à résoudre), si elle survient moins souvent, le risque de l'activité est probablement surestimé.

Résumé

La Value at Risk s'est imposée comme l'instrument de mesure universel du risque de marché. Le concept permet d'agréger les risques de toutes les positions et d'obtenir un chiffre global tenant compte de l'effet de diversification du portefeuille d'activités.

Sa mise en œuvre a nécessité de nombreuses avancées, théoriques et pratiques, dont la mise à la disposition du public, fin 1994, a permis une généralisation rapide de l'utilisation du concept, malgré des limites connues.

La prochaine étape, l'utilisation de la VaR pour évaluer le risque des activités de crédit, prendra certainement plus de temps.

Les paramètres

La VaR n'a pas une définition unique et dépend de deux paramètres :

− La probabilité : si elle est trop faible, la banque risque d'attendre plusieurs années avant de valider un calcul douteux car passant par les points extrêmes de distributions approximées ; si elle est trop grande elle sera plus une mesure du bruit statistique qu'un indicateur de risque.

− L'horizon : il sera court (un jour) pour les activités de trading d'instruments liquides ; on peut l'allonger pour les instruments illiquides, mais on bute alors sur la limite de prédictibilité de la volatilité par les modèles économétriques et sur l'hypothèse certainement fausse qu'on ne réagira pas durant la période.

Les perspectives

L'encouragement des autorités

Dans leur souci d'éviter une crise systémique due à des faillites en chaîne de banques, les autorités ont imposé aux établissements bancaires un capital minimal afin de couvrir une perte éventuelle sur les marchés financiers. Les modalités de calculs sont par définition assez simple et s'appliquent à tous les acteurs. Les banques, qui estimaient pouvoir proposer une estimation meilleure et surtout aboutir à un montant plus faible grâce à la VaR, ont fait pression sur les autorités pour qu'elles admettent leurs chiffres. Les autorités de tutelle ont finalement accepté l'utilisation des modèles internes pour le calcul, mais ont imposé des hypothèses très dures : la probabilité est fixée à 1 %, l'horizon à 10 jours, le bénéfice de la diversification est limité et le résultat est multiplié par 3.

La généralisation du concept

Aujourd'hui, le concept de VaR est utilisé par toutes les grandes banques pour évaluer le risque des activités de trading, et il trouve peu à peu sa place dans la gestion de fonds et la trésorerie d'entreprise.

On tente maintenant de rendre universel cet outil de mesure du risque et en particulier de l'appliquer au risque de crédit. Mais le mouvement de généralisation de la VaR dans ce domaine prendra beaucoup plus de temps que pour les activités de marchés. Car même si la base théorique bénéficie de l'expérience de la VaR marché, elle ne retrouvera pas dans les activités de crédit la structure d'accueil dont elle a bénéficié dans les activités de trading en matière de disponibilité des données, de comptabilité mark-to-market, et de culture mathématique des intervenants. ●

Risque de crédit et gestion de portefeuille de prêts bancaires

L'application de la méthode de la VaR au risque de crédit, le développement d'un marché des crédits organisé outre-Atlantique et l'apparition de dérivés-crédit concourent aujourd'hui à l'émergence d'une gestion active du portefeuille.

JOËL BESSIS

La gestion des risques se développe aujourd'hui très rapidement dans l'univers bancaire. Elle couvre toutes les techniques et les outils pour mesurer et contrôler les risques. Le risque de crédit est le risque de pertes consécutives au défaut d'un emprunteur face à ses obligations, ou à la détérioration de sa solidité financière. Paradoxalement, la gestion du risque de crédit, le plus ancien de tous les risques, et celui dont les procédures de gestion sont classiques et bien connues, est sans doute celle qui est appelée à évoluer le plus aujourd'hui.

De multiples facteurs concourent à cette évolution. Les mesures du risque de crédit sur des portefeuilles de prêts ont considérablement progressé, notamment avec la méthode de la VaR (Value at Risk), transposée de l'univers des marchés à celui du portefeuille bancaire. Un marché organisé des prêts s'est créé et élargi outre-Atlantique, une évolution qui va toucher l'Europe. De nouveaux instruments, les dérivés-crédit, permettent de moduler le risque de crédit. Bien sûr, l'organisation de la fonction change car ces nouveaux moyens d'action offrent une flexibilité nouvelle dans la gestion du portefeuille de prêts.

Cet article présente ces évolutions en 4 parties : les nouvelles mesures du risque de crédit dérivées de la VaR ; les applications à la gestion du portefeuille de crédits bancaires ; les nouveaux outils de cette gestion (les dérivés-crédit) ; les changements organisationnels associés.

Capital économique et VaR

Le capital d'une banque est la seule protection contre les pertes susceptibles de survenir. Ce principe est retenu par les autorités de tutelle qui imposent de respecter un niveau minimal de capital. Celui-ci est défini selon des normes simples et universelles. Il s'agit de forfaits appliqués aux encours pour obtenir le capital réglementaire. Par exemple, la réglementation Cooke attribue un même forfait (4 % des encours privés) aux crédits à un an et à dix ans, ou à des crédits à un client privé Aaa et un client noté B. Cela peut les rendre inutilisables pour la gestion d'un établissement. Ces limites sont connues depuis longtemps. Tout le problème est de passer des forfaits réglementaires à des mesures plus objectives des risques. A ces mesures objectives, ou « économiques », correspond une estimation « économique » (non réglementaire) du capital. Le « capital économique » est donc celui qui permet d'absorber des pertes potentielles mesurées objectivement. Par définition, il est égal à ces pertes potentielles.

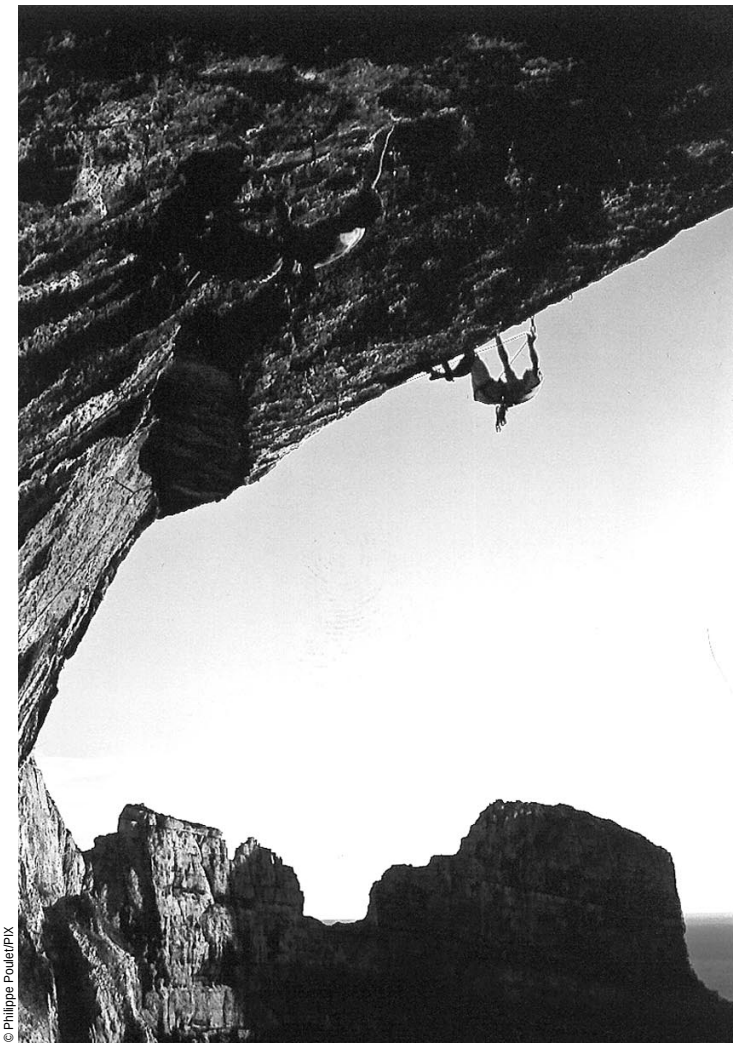
Si tel est le cas, il y a « adéquation du capital aux risques encourus ». Sinon, il faut soit réduire les risques, soit accroître le capital. Bien entendu, si ce capital peut être défini, il doit être rémunéré. Les intérêts du capital économique en résultent : mesurer les risques le mieux possible ; permettre de définir les résultats requis en fonction des risques. A défaut d'une telle mesure, un établissement ne sait ni si ses risques sont compatibles avec son niveau de capital, ni différencier sa facturation client en fonction des risques encourus ! Ces deux lacunes impliquent une myopie telle que tous les établissements doivent envisager l'utilisation de mesures de ce type.

La mesure des pertes potentielles pour risque de crédit

Malheureusement, définir un capital économique est ambitieux et délicat, sinon la réglementation l'aurait fait dès le départ ! La principale difficulté réside dans la définition des pertes potentielles. A la limite, une banque peut perdre la totalité de ses

Joël Bessis

Joël Bessis, Ecole Centrale de Paris, MBA de l'université de Columbia et docteur d'Etat en finance, est professeur au département finance du Groupe HEC. Spécialisé dans la gestion des risques des banques, il est notamment l'auteur de « Gestion actif-passif et gestion des risques des banques », Dalloz Sirey, 1995, et de « Risk Management in Banking », John Wiley & Sons, 1998.



© Philippe Poulet/PIX

La gestion du risque de crédit est à la rencontre de deux cultures, l'une bancaire, l'autre inspirée des marchés. Entre ces deux pôles, un équilibre pourrait s'établir alliant jugement, nécessités opérationnelles et impératifs de contrôle des risques.

encours bancaires. Heureusement, cette éventualité a une probabilité quasi nulle de survenir grâce à la diversification. Certes, mais comment quantifier le niveau de pertes potentielles qui sera retenu ?

Le principe est le suivant. Il s'applique tant aux risques de marché que de crédit. Les pertes futures sont divisées en 2 catégories : les pertes statistiques (la moyenne) et les déviations possibles au-delà de cette moyenne. Les premières sont inévitables à long terme. Par exemple, si les clients d'une banque ont une probabilité de faire défaut de 1 %, une entreprise sur cent fera défaut en moyenne. La loi des grands nombres indique que ces pertes surviendront tôt ou tard. Soit elles sont incluses dans le capital requis, soit elles sont retranchées des résultats. Mais ce n'est pas suffisant.

Détermination d'une VaR

Si cette « casse statistique » est la seule couverte, un établissement fera défaut au premier franc de perte au-dessus de cette moyenne. Or les pertes potentielles n'ont aucune raison d'être égales aux pertes moyennes. Il s'agirait d'une coïncidence. Les pertes futures peuvent prendre n'importe quelle valeur, entre zéro ou des valeurs extrêmes, très rares mais très importantes. Le problème est donc de disposer d'un capital suffisant qui permet de couvrir les déviations défavorables des pertes observées au-delà de la moyenne.

Les principes de mesures retenus correspondent à la notion de VaR. D'abord appliquée au risque de marché, elle s'étend maintenant au risque de crédit. Le principe de détermination d'une VaR est simple. La relation entre une valeur possible et ses chances de survenir est une distribution de probabilité. Dès lors tout devient affaire de probabilité. La démarche est la suivante. Il s'agit de déterminer quel niveau des pertes potentielles ne sera dépassé que dans une fraction faible des cas. Au-delà, l'établissement bancaire fait défaut par définition. Cette fraction s'appelle le seuil de tolérance pour le risque.

Evidemment, tout repose sur la connaissance, ou des estimations, des distributions en probabilité des pertes. Par exemple, il faut pouvoir déterminer que le niveau de 10 millions de pertes ne sera dépassé que dans 2 % des cas, que celui des 20 millions ne le sera que dans 1 % des cas, etc. Le principal défi technique réside ici.

L'information sur le risque est la clé de ces mesures. Il existe des historiques de défaillances et de pertes en cas de défaut, compte tenu des récupérations, qui ne cessent de se développer. Les promoteurs en sont les agences de notation, qui diffusent ces statistiques par classe de rating, ou les centrales de bilan. De plus, un effort de modélisation considérable est aujourd'hui développé pour estimer des probabilités anticipées de défaillance, avec des outils très élaborés qui commencent à servir de référence (le plus connu étant sans doute CreditMetrics, de JP Morgan).

Le calcul d'une VaR pour risque de crédit

Une perte potentielle est caractérisée par 2 chiffres : sa valeur et sa probabilité d'être dépassée. Voici un exemple très simplifié d'un tel chiffrage. Supposons qu'une banque détienne un portefeuille dont le rating moyen est A. Les statistiques de défaut associées à ce rating sont : un taux de défaillance moyen de 1 % et une volatilité annuelle de ce taux dans le temps de 1,5 %. La volatilité traduit l'instabilité temporelle des défaillances. La « casse statistique » sera de 1 % de l'encours, soit 10. Les variations défavorables autour de cette moyenne sont d'autant plus grandes que l'instabilité des défaillances est grande. La volatilité des pertes pour défauts est la mesure statistique de cette instabilité. Elle est de 1,5 % x 1.000 = 15. Nous supposons que la perte en cas de défaut est de 100 %, c'est-à-dire qu'il n'y a aucune récupération.

L'usage est d'exprimer une perte potentielle comme un multiple de cette volatilité. La démarche peut être illustrée comme suit. Nous supposons d'abord que la distribution des pertes est connue ou estimée. Si cette distribution était « normale » (la « loi des grands nombres »), il y aurait environ 2,5 chances sur 100 pour que les pertes dépassent 1,96 fois la volatilité. Dans ce cas, les pertes potentielles au seuil de tolérance de 2,5 % sont de 1,96 x 15 = 30 environ. Finalement, le capital économique est de 30 s'il ne couvre que les déviations au-delà de la moyenne, la « casse statistique » étant déduite des revenus. Rappelons que les fonds propres réglementaires sont de 40 (4 % x 1.000) pour des risques privés.

Bien entendu, toute la difficulté réside dans le choix du multiple, dont la précision peut être illusoire, surtout si l'on cherche à évaluer des événements rares. L'accroissement de la richesse des bases existantes et les apports opérationnels des modèles prennent alors toute leur importance.

Le choix du niveau de capital pour le risque de crédit

L'importance du choix du niveau de capital économique est telle qu'il doit reposer sur des bases aussi objectives que possible. L'univers financier impose aux dirigeants des contraintes qu'ils ne peuvent ignorer, comme la nécessité d'un rating. Un rating mesure une sévérité des pertes, c'est-à-dire la combinaison des chances de défaut et de pertes en cas de défaut. L'observation montre que les ratings sont très fortement associés avec les chances de défaut, même s'ils mesurent davantage que cela.

Par conséquent, les choix d'un taux de défaut et d'un rating « cible » sont indissociables. Choisir un rating cible, c'est de facto choisir un seuil de tolérance pour le risque. A titre indicatif, un rating Baa Moody's correspond approximativement (en moyenne) à une chance de défaut de 0,2 % dans l'année, celle d'un Aa est de 0,05 %, et celle d'un A est de l'ordre de 0,08 %, etc. Cela montre que la marge de sécurité que le capital doit procurer pour être considéré comme un « bon risque » est très forte.

En pratique, le capital économique est défini sur une base objective, le degré de volatilité des pertes, et par un multiple. Ce multiple peut être choisi en fonction d'hypothèses sur les risques, comme ci-dessus. Une alternative intéressante est de réconcilier, par le choix du multiple, le capital économique global de la banque avec le capital réel. Il suffit de prendre un multiple égal au ratio capital réel/volatilité des pertes. Dans l'exemple ci-dessus, ce ratio est de 40/15 = 2,67. Apparemment, l'apport économique est perdu au niveau global. Mais, en valeurs relatives, les mesures de capital économique pour les différentes activités conservent tout leur intérêt car elles restent basées sur des mesures objectives, et non forfaitaires, des risques. Ces aspects sont illustrés ci-dessous avec divers exemples d'applications

Mesurer le risque de crédit

Nous abordons ci-dessous 4 problèmes : l'ajustement des performances pour le risque ; la quantification de l'effet de la diversification au moyen d'une VaR crédit ; la fixation de limites et l'allocation des fonds propres ; le sens d'une « optimisation » au niveau d'un portefeuille de crédits.

La mesure d'une performance ajustée pour le risque de crédit

Dans l'exemple ci-dessus, le capital économique est fixé à 30, soit environ 2 fois la volatilité des pertes. Supposons que le revenu net du coût de la dette, des frais généraux et de la perte statistique soit de 5. Cette rentabilité comptable n'est pas ajustée pour le risque. Que les clients soient des sociétés financièrement solides ou des PME risquées ne change rien à une telle mesure de performance ! Pourtant, la différence est de taille. Un risque élevé d'aujourd'hui se traduira par des pertes futures que le résultat comptable ne peut capter. Comment l'ajuster pour le risque ? Il suffit de rapporter ce revenu net au risque, mesuré par le capital économique. Ce ratio, connu sous le nom de Raroc, ou « Risk Adjusted Return On Capital » est de 5/30 = 16,67 % avant impôt.

Cette démarche suggère comment définir un seuil de rentabilité minimal. S'il faut procurer aux fonds propres une rentabilité de 12 % après impôts, soit environ 20 % avant impôts, il faudrait que ce ratio soit supérieur à 20 %. Bien sûr, en valeur absolue, ce ratio est tributaire de notre multiple de la volatilité des pertes qui a conduit au capital de 30. Mais si ce capital économique est globalement réconcilié avec celui de la banque, le seuil de rentabilité est correct. En outre, l'utilisation d'un multiple commun à toutes les mesures les rend comparables entre activités.

Dans cet exemple, la rentabilité semble insuffisante. Ce n'est pas nécessairement le cas. Si l'on considère qu'il s'agit de celle d'une entité parmi d'autres d'une même banque, il faut réduire la consommation de capital de 30 à cause de l'effet de diversification.

La mesure de l'effet de diversification sur un portefeuille

La VaR permet de quantifier l'effet de diversification obtenu en consolidant les risques des diverses entités. Il suffit de prendre l'exemple de deux centres de responsabilité, spécialisés géographiquement ou par industrie. Nous pouvons espérer que si l'un se porte mal, il n'en va pas nécessairement de même avec l'autre. Comment mesurer dans ce cas l'économie de risques, donc de fonds propres, liée à cet « effet portefeuille »?

Les caractéristiques des deux activités sont les suivantes. Les engagements sont de 1.000 sur A et de 1.000 sur B. La volatilité des taux de défaut est de 1,5 % pour A et de 3,5 % pour B, les risques étant indépendants. Nous laissons de côté la perte statistique supposée déduite des marges. Les volatilités des pertes sur A et B sont respectivement de 1,5 % x 1.000 = 15 et de 3,5 % x 1.000 = 35. Avec un multiple de 2, chacune consomme respectivement le double, soit 30 pour A et 70 pour B.

Mais les risques ne s'additionnent pas arithmétiquement. Deux risques de 1 font en général un risque total inférieur à 2. Avec les volatilités, les calculs sont

simples. Il faut connaître le degré d'association entre les risques de A et de B. Nous supposons ici qu'ils sont indépendants pour simplifier. Dans ce cas, la volatilité des pertes de A + B est inférieure à la somme des volatilités, soit 15 + 35 = 50. Les règles statistiques indiquent qu'elle est égale à :

$$\sqrt{(225 + 1.225)} = \sqrt{1.450}, \text{ soit } 38{,}08$$

Ce chiffre est inférieur à 50. L'écart 50 − 38,08 = 11,92 est le gain de risque imputable à la diversification. Ce gain est immédiatement traduisible en fonds propres. Au lieu d'avoir besoin de 2 x 50 = 100 de fonds propres, il suffit de 2 x 38,08 = 76,16 pour couvrir des risques diversifiés du portefeuille A + B, soit un gain de 23,84.

L'allocation des fonds propres globaux

Si les fonds propres globaux deviennent 76,16, chaque secteur consomme moins de fonds propres qu'il n'y paraît à première vue. Autrement dit, la contribution de A au risque global du portefeuille est inférieure à son risque « isolé ». Comment déterminer ces allocations des fonds propres globaux ? Une règle simple et intuitive consiste à les effectuer au prorata des risques isolés, soit 30 et 70 pour A et B respectivement. Les allocations des fonds propres globaux sont alors de 30 % pour A et de 70 % pour B, soit, respectivement, 22,85 pour A, et 53,31 pour B. Le total est bien sûr 76,16.

La rentabilité ajustée par le risque pour A s'est donc améliorée. Les 5 de revenu net n'ont pas à être rapportés à 30, car il s'agit d'un risque « isolé », c'est-à-dire non diversifié de A, mais à 22,85. La rentabilité ajustée pour le risque devient 5/22,85 = 21,90 %. Elle est devenue supérieure au seuil de 20 %. Cela suppose que les fonds propres réels de la banque sont égaux au capital économique 76,16.

La réallocation de limites

Supposons maintenant que la banque dispose toujours de 76,16 de fonds propres. Mais elle voudrait réallouer ses engagements entre A et B. En principe, les comités des engagements fixent des autorisations en encours, ici 1.000 et 1.000. Si l'autorisation sur B, le secteur le plus risqué, est réduite de 100, de combien peut-on augmenter celle de A ? Un calcul approximatif suffit en considérant que les fonds propres sont approximativement proportionnels aux encours. Les 1.000 de B consomment 53,31 sur un total de 76,16. Donc 100 de réduction sur B économise un capital approximatif de 10 % x 53,31 = 5,33. Ces 5,33 sont réalloués sur A. Or A consomme 22,85 pour 1.000 d'encours en risque. Si les fonds propres autorisés sur A passent à 22,85 + 5,33 = 28,18, l'accroissement est de 5,33/22,85 = 23,3 %. Finalement, on constate que 233 d'encours de risque sur A sont équivalents à 100 d'encours sur B.

Cela démontre que l'exposition n'est pas le risque, car le risque est la perte potentielle. Ce principe est à l'origine de l'idée de fixation de limites, non en autorisations d'encours, mais en dotations en fonds propres. Il revient ensuite aux responsables des centres de profit de choisir les risques et les revenus qu'ils souhaitent du moment qu'ils respectent une enveloppe de fonds propres et une rentabilité suffisante sur cette dotation.

La gestion globale d'un portefeuille sous contrainte de fonds propres

Peut-être existe-t-il de meilleures structures de portefeuille que d'autres, mais dans quel sens ? Pour le voir, il suffit de prendre deux exemples. Le secteur A engendre une marge nette de 0,5 %. Supposons que celle de B soit de 1,3 %, plus élevée pour compenser un risque plus élevé. Avec les expositions initiales de 1.000 et 1.000, les revenus respectifs sont de 5 et de 13 avant pertes potentielles. La marge totale est de 18, soit 23,64 % du capital économique. Si les encours sur A et B deviennent 1.700 et 808, au lieu de 1.000 et 1.000, le lecteur peut vérifier que les fonds propres économiques restent inchangés (76,16) et que la marge devient 19, soit une rentabilité de 24,95 %. A niveau de risque constant, la rentabilité a été accrue par une réallocation des encours. Si, en outre, les fonds propres pouvaient varier, il existerait peut-être d'autres combinaisons plus rentables. Tel est le sens d'une optimisation « quantitative » du couple risque-rentabilité du portefeuille de prêts.

Nouveaux outils de gestion

Ces exemples sont-ils réalistes ? Il est tentant d'en douter. La philosophie de la banque commerciale traditionnelle n'est pas d'optimiser un portefeuille de prêts comme s'il s'agissait d'actifs liquides et malléables. La banque peut avoir une politique commerciale, mais non la flexibilité des portefeuilles liquides d'actifs de marchés. La relation clientèle implique une stabilité a priori incompatible avec des calculs purement financiers. Dans ces conditions, ces innovations sont-elles réellement utiles et opérationnelles ?

Adopter ce point de vue reviendrait à ignorer toutes les nouvelles sources de flexibilité dans la gestion des volumes et des risques du portefeuille de crédits. Parmi les opérations classiques qui permettent de modeler le portefeuille bancaire figurent la syndication et la titrisation. Dans le premier cas, les encours sont répartis au sein d'un pool d'établissements. Dans le second, un sous-portefeuille d'actifs est sorti du bilan pour être financé directement par des investisseurs. Enfin, l'apparition de marchés organisés des crédits et des dérivés-crédit introduit de nouveaux sauts qualitatifs dans la gestion du risque de crédit.

Le marché des crédits

Un marché organisé des prêts bancaires, avec un volume significatif de transactions, sous des conditions juridiques d'éligibilité satisfaisantes, existe aujourd'hui aux Etats-Unis. Cette expérience fait aussi l'objet d'une réflexion active en Europe. Le marché des crédits aux Etats-Unis a permit d'échanger des créances de mauvais risques moyennant des décotes substantielles, comme des crédits de meilleur risque. Il offre aussi aux opérateurs la possibilité de réaliser des gains significatifs en capital par des achats-reventes, ce qui peut stimuler son expansion. Même s'il est encore tôt pour déterminer la portée potentielle de ce marché, il constitue déjà une brèche significative dans la frontière habituelle entre crédits bancaires non négociables et actifs financiers liquides sur les marchés.

Les dérivés-crédit

Le marché des dérivés-crédit est encore naissant, mais les applications de ces instruments sont telles qu'ils ne peuvent que se développer. Au départ, les dérivés (les swaps et les options) ne concernaient que les opérations de marché. N'importe quelle transaction de marché présente un risque qui peut être neutralisé par une couverture à base de dérivés. Sur les marchés, les risques se couvrent ou se retournent aisément.

A ce jour, cette flexibilité est restée sans équivalente pour les prêts et le risque de crédit en général. Certes, un portefeuille de prêts peut être diversifié davantage par de nouvelles opérations. Mais aucun prêt ne peut réduire le risque de crédit, ni, a fortiori, le neutraliser. Toute nouvelle opération accroît nécessairement le risque et rapproche le prêteur de ses limites. Les dérivés-crédit changent radicalement ces contraintes de bases. Il en existe plusieurs types. Il est possible d'échanger une qualité de risque contre une autre, par exemple un risque fort contre un plus faible. Concrètement, cela peut se faire par un échange de marges de crédit, les surcoûts d'une dette notée par rapport à un taux sans risque, contre une autre de rating différent. Ou bien, une option de défaut permet à son acheteur de toucher une prime en cas de défaut d'un client.

Les avantages de tels instruments sont immédiats et évidents. Il est possible de moduler le risque de crédit d'un portefeuille, de le réduire ou de l'augmenter. Celui qui swap un rating contre un autre prend une exposition « virtuelle » sur ce rating qui peut diversifier le portefeuille existant. Celui qui neutralise un risque-pays isole le risque de crédit de son client du risque-pays, au lieu d'encourir les deux simultanément. Cette courte liste est facile à allonger. Elle suffit à illustrer les potentialités de tels instruments.

Quelle organisation ?

Ces possibilités nouvelles se traduisent par l'émergence d'une « nouvelle » gestion du portefeuille de prêts. Cette fonction, en esquisse en Europe, porte un nom aux Etats-Unis : il s'agit du « gestionnaire de portefeuille de crédits ». En voici quelques spécificités, sachant que toutes les variantes sont possibles, et qu'il est trop tôt pour identifier celles qui émergeront effectivement.

Le métier de banque commerciale peut, à la limite, être séparé de la gestion du portefeuille de prêts. La fonction commerciale reste en charge des opérations nouvelles. Le gestionnaire de portefeuille peut gérer tout ou partie du portefeuille existant. En pratique, cela signifie en moduler le profil « risque-rentabilité » avec tous les outils ci-dessus : limites, dérivés-crédit, et toutes opérations telles que titrisation, syndication, cessions à des tiers. Les fonctions « d'origination » commerciale et de gestion du risque de crédit tendent alors à se séparer. A cet effet, il faut une cession interne de la fonction commerciale vers le gestionnaire de portefeuille, donc un prix de cession. Le candidat naturel à ce prix de cession est économique : céder en interne une valeur corrigée du coût des risques. Ce dernier n'est autre que le coût des capitaux requis pour absorber les pertes potentielles, c'est-à-dire une « VaR » crédit, ou capital économique.

Ces innovations peuvent avoir une portée considérable. Les banques ont toujours considéré qu'elles devaient porter le risque jusqu'à sa maturité. Elles subissent le poids du portefeuille existant, et les engagements nouveaux pèsent sur les limites pour toute leur durée de vie. Aujourd'hui, ce raisonnement devrait s'infléchir. Si les crédits peuvent être vendus ou leurs risques couverts, les limites sur un client deviennent moins astreignantes. Les risques ainsi éliminés permettent de mettre en place des lignes nouvelles, tout en respectant les enveloppes existantes. Les fonds propres sur des risques cessibles deviennent inférieurs à ceux requis pour des risques longs non négociables. Les portefeuilles deviennent plus fluides, facilitant les réorientations commerciales.

Bien sûr, les difficultés techniques ne manquent pas. La gestion du risque de crédit est à la rencontre de deux cultures, l'une bancaire, plutôt qualitative, accordant un poids relatif important au jugement dans les prises de risques, et l'autre plus quantitative et largement inspirée des marchés. Entre ces deux pôles, un équilibre pourrait s'établir entre techniques plus quantitatives, jugement, nécessités opérationnelles, et impératifs de contrôle des risques. ●

Résumé

Le risque de crédit est le plus ancien des risques bancaires, mais il semble être celui dont la gestion pourrait connaître les changements les plus radicaux. Ces changements tiennent tant à des innovations conceptuelles qu'à de nouveaux outils. Tout d'abord, de nouvelles mesures du risque de crédit des portefeuilles de prêts apparaissent. Il s'agit des mesures en termes de VaR (« Value at Risk ») appliquées au risque de crédit. D'une part, elles représentent le capital requis pour faire face aux pertes potentielles. D'autre part, elles permettent de quantifier les effets de diversification des risques, une règle de base de gestion des risques qui a, jusqu'à présent, échappé aux tentatives de quantification.

D'autres développements concourent à l'émergence d'une gestion active du portefeuille de crédit : le développement d'un marché des crédits organisé outre-Atlantique, évolution qui devrait toucher l'Europe ; et l'apparition des dérivés-crédit, des instruments qui permettent de couvrir le risque de crédit, ce qui était jusqu'à présent impossible.

Cet article présente ces innovations, et diverses applications, au moyen d'exemples très simples, mais qui illustrent le potentiel de ces outils. Il souligne aussi l'impact organisationnel de ces développements, l'émergence d'une fonction « gestion du portefeuille de prêts » qui existe d'ores et déjà dans certains établissements.

Michael R. Gibbons

Michael R. Gibbons est professeur en Investment Banking, titulaire de la chaire I. W. Burnham II, et président du département finance de la Wharton School de l'université de Pennsylvanie.

Investissements obligataires : court ou long terme ?

Il est risqué d'allonger l'échéance d'un portefeuille obligataire pour profiter de taux de rendement élevés et/ou parce que l'on anticipe une baisse des rendements futurs.

MICHAEL R. GIBBONS

« *L'homme ne volera que dans mille ans* », confiait Wilbur Wright à son frère Orville, après une tentative malheureuse de vol en 1901. Heureusement, les frères Wright ont persévéré.

On pourrait également affirmer qu'il se passera mille ans avant que les prévisions des financiers et des économistes ne deviennent précises en matière de taux d'intérêt à long terme et à court terme. Cela n'empêche pourtant pas des investisseurs d'obtenir des rendements intéressants sur leurs placements obligataires.

Spécialistes et non-spécialistes se posent les mêmes questions fondamentales avant d'investir dans des titres obligataires : quel rendement en attendre ? Faut-il acheter des instruments à court terme ou à long terme ? Quel profit peut-on tirer de la prévision des taux d'intérêt ? Enfin, le point le plus discuté : les spécialistes obtiennent-ils des rendements supérieurs ?

Les rendements historiques

La figure 1, ci-contre, illustre le rendement moyen historique des obligations à court terme et des obligations à long terme sur les marchés internationaux. Les rendements obligataires moyens un peu partout dans le monde ont été très différents en termes nominaux : de 6,26 % pour les obligations japonaises à court terme, à 12,02 % pour les obligations à court terme au Royaume-Uni.

Malgré ce large éventail de rendements obligataires moyens à court terme, ce qui ressort de la figure 1, c'est la faible différence entre les rendements obligataires moyens à court et à long terme dans un même pays.

A titre d'exemple, les investisseurs japonais n'ont gagné que 1,05 % de plus par an en investissant dans des obligations à long terme plutôt que dans des obligations à court terme ; c'est l'écart le plus significatif enregistré par les quatre pays de la figure 1.

Plus surprenant est l'exemple du Royaume-Uni, où ce sont les obligations à court terme qui ont surperformé les obligations à long terme (de 0,24 % par an). Bien que les titres à long terme présentent des risques plus élevés que les titres à court terme, les rendements historiques moyens donnent à penser que la rémunération des investisseurs prêts à accepter ce risque est insignifiante, d'un point de vue tant statistique qu'économique.

Les données de la figure 1 ne sont donc pas très encourageantes pour les investisseurs en obligations à long terme, et la situation ne s'améliore pas forcément si l'on calcule le rendement moyen sur une période plus longue. A titre d'exemple, pendant la majeure partie des années 60, le rendement moyen des titres d'Etat américains à long terme a été en fait inférieur au rendement moyen des titres d'Etat à court terme.

Toutefois, il n'est pas sûr que l'historique des rendements obligataires sur les 25 dernières années soit pertinent pour anticiper l'avenir, et ce, pour au moins deux raisons.

En premier lieu, les investisseurs ne s'attendaient pas à ce que les taux d'intérêt ne cessent de monter, comme ce fut le cas du milieu des années 60 au début des années 80. Or la hausse des taux d'intérêt entraîne la baisse des cours obligataires (et donc des rendements obligataires).

En second lieu, les détenteurs d'obligations anticipent désormais des rendements plus instables sur les titres à long terme que ce n'était le cas dans les années 60. Ces investisseurs sont donc susceptibles d'exiger des rendements plus élevés que par le passé pour rémunérer ce risque. Il faut de toute évidence réfléchir soigneusement avant d'investir dans les obligations à long terme plutôt que dans les obligations à court terme : le risque est évident, alors que le rendement historique moyen est bas.

Les obligations

Les obligations à court terme présentent-elles toutes les mêmes caractéristiques ?

Une fois que vous avez choisi d'investir dans des obligations à court terme, il vous reste encore à déterminer quelle est l'échéance la plus intéressante. Les données historiques montrent qu'il existe une différence importante entre le rendement moyen d'une obligation à trente jours et le rendement moyen, par exemple, d'une obligation à trois mois détenue pendant trente jours.

Les statistiques portant sur les 25 dernières années indiquent que la détention en portefeuille d'une obligation à trois mois ou d'une obligation à douze mois pendant trente jours offre une prime de 80 à 160 points de base (en termes annualisés) sur la détention jusqu'à échéance d'une obligation à trente jours. Si le risque d'une obligation à douze mois est supérieur à celui d'une obligation à trente jours, son rendement est néanmoins nettement plus élevé.

Les obligations à long terme sont-elles un meilleur véhicule d'investissement ?

Comme nous l'avons indiqué plus haut, le rendement historique moyen des obligations à long terme n'est pas très différent de celui des obligations à court terme.

Cette différence est peu importante en moyenne, mais dans certains cas, elle peut être nettement favorable aux titres à long terme. Un nombre important d'études théoriques démontre que tel est le cas lorsque les anticipations de rendement sont nettement plus élevées pour ces titres, du point de vue économique et statistique, que pour les obligations à court terme.

Avant de passer en revue les données dont on dispose, il est utile de faire une digression et de parler des taux d'intérêt à terme.

Taux d'intérêt à terme

Si le rendement à échéance d'une obligation à deux ans et à coupon zéro est de 8 %, et si celui d'une obligation à un an à coupon zéro est de 7 %, l'obligation à deux ans représente-t-elle un meilleur investissement ?

La réponse évidente est : cela dépend. Cela dépend de l'évolution des taux d'intérêt. Si la courbe de rendement n'évolue pas (ou, mieux encore, si les taux d'intérêt baissent), l'obligation à deux ans est un meilleur investissement. Si les taux d'intérêt montent de façon suffisamment importante, l'avantage actuel, en termes de rendement, de l'obligation à deux ans, ne sera peut-être pas suffisant pour compenser les futurs manques à gagner engendrés par la hausse des taux d'intérêt. Les taux à terme sont une référence permettant aux investisseurs obligataires de mettre en balance l'avantage des rendements actuels et le risque d'évolution des rendements futurs.

Si les rendements à un an sont de 7 % et les rendements à deux ans de 8 %, le taux à terme F_1 peut être calculé selon la formule suivante :

$$(1 + F_1) = \frac{(1{,}08)^2}{1{,}07} \Rightarrow F_1 \cong 9{,}01\ \%$$

En général, le calcul d'un taux à un an pour une échéance F_{T-1} à (T−1) revient à résoudre l'équation suivante avec F_{T-1} :

$$(1 + F_{T-1})^{T-1} = \frac{(1 + R_T)^T}{(1 + R_1)}$$

où R_T est le taux annuel composé d'une obligation à coupon zéro de T années et R_1 est le taux annuel composé d'une obligation à coupon zéro à échéance d'un an.

Les taux à terme calculés à l'aide d'une formule spécifique apportent des réponses à deux scénarios.

Si, par exemple, les rendements actuels des obligations à un an et à deux ans sont respectivement de 7 % et de 8 %, qu'advient-il si les rendements des obligations à un an demeurent à 7 % l'année suivante ? Selon ce scénario, le taux à terme actuel que nous avons calculé à 9,01 % est le taux de rendement qu'un investisseur va obtenir en achetant aujourd'hui une obligation à deux ans et en la revendant dans un an en tant qu'obligation à échéance d'un an.

Si les taux d'intérêt ne changent pas, l'obligation à deux ans porte un rendement (9,01 %) nettement supérieur à celui de l'obligation à un an (7 %). Le taux à terme permet d'évaluer ce rendement potentiel.

Qu'advient-il si un investisseur achète l'obligation à deux ans et la revend un an après comme obligation à échéance d'un an, alors que les taux d'intérêt à un an sont passés de 7 % à 9,01 % au moment où il revend le titre ? Dans ce scénario, le rendement de l'opération est de 7 %, soit exactement le même rendement que celui que l'on obtiendrait en achetant une obligation à un an et en la gardant en portefeuille jusqu'à échéance. Les taux à terme permettent donc de déterminer les « seuils de rentabilité », c'est-à-dire qu'ils donnent une idée du niveau auquel les taux d'intérêt peuvent monter, avant que le manque à gagner sur les obligations à long terme ne soit supérieur à tout avantage qu'elles peuvent offrir en termes de rendement.

Dans l'exemple précédent, si les taux à un an augmentent de moins de 2,01 % (soit 9,01 % moins 7 %), alors le rendement sur un an des titres obligataires à deux ans est supérieur au rendement sur un an des titres à échéance d'un an. A l'inverse, si les taux à un an augmentent de plus de 2,01 %, l'obligation à un an s'avère offrir un rendement supérieur à l'obligation à deux ans.

Ces exemples supposent que l'obligation à deux ans est conservée par l'investisseur pendant un an seulement, puis est revendue. On peut également envisager le cas où l'investisseur doit décider entre détenir une obligation à deux ans jusqu'à échéance et acheter une obligation à un an, puis, au bout d'une année, acheter une autre obligation à un an. Dans cette situation, les taux à terme demeurent un instrument valable de détermination du seuil de rentabilité.

Que permettent de prévoir les taux à terme ?

Les taux à terme sont un outil valable pour juger de l'intérêt de détenir des obligations à court terme plutôt que des obligations à long terme, mais ils peuvent être également utiles pour la prévision des taux d'intérêt ou des rendements obligataires.

Reprenons notre exemple, où le rendement à un an est de 7 % et le rendement à deux ans de 8 %. Si les détenteurs d'obligations anticipent une hausse des taux d'intérêt et si ces investisseurs veulent que toutes les obligations, quelle que soit leur échéance, aient un rendement à peu près identique à celui de l'obligation à un an (soit 7 %), le niveau présent du taux à terme (9,01 %) peut être considéré comme le taux d'intérêt prévisionnel à court terme à un an.

On peut considérer que ces 9,01 % sont une prévision

L'Art de la Finance

Si vous souhaitez recevoir la collection complète de l'Art de la Finance (12 numéros par collection), merci de remplir le coupon ci-dessous, ou sa photocopie, et de le retourner, **accompagné impérativement de votre règlement par chèque à l'ordre des Echos, à l'adresse suivante** :

Les Echos - Service Abonnements, B 500, 60732 Sainte-Geneviève Cedex

Les numéros déjà parus vous seront envoyés à réception de votre **commande réglée.**
Ensuite vous recevrez vos numéros **chaque semaine**, et ce jusqu'au numéro 12.
Nombre total de collections demandées : ..... x 120 F TTC, soit .....
Je désire une facture acquittée ❒
NOM : ..... Prénom : .....
Adresse d'expédition : .....
.....
.....
Code postal : ..... Ville : .....
Téléphone : .....

- ATTENTION Date limite de commande : 26 juin 1998 -

contenue implicitement dans les rendements ou les niveaux de cours actuels des marchés obligataires, prévision qui représente le consensus des investisseurs obligataires concurrents dans la détermination des cours des obligations.

Les investisseurs obligataires peuvent anticiper une stabilité de la courbe de rendement d'ici à un an, et peuvent souhaiter que des obligations d'échéances différentes dégagent des taux de rendement anticipés différents. Dans ces hypothèses, le taux à terme de 9,01 % est une prévision du rendement d'une obligation à deux ans, que l'on cède au bout d'un an alors qu'elle a encore un an à courir. Ici, le taux à terme ne prévoit pas les taux d'intérêt futurs, mais les rendements des périodes de détention des titres obligataires.

L'analyse de la plupart des données dont on dispose montre que les taux à terme ne sont pas de bons indicateurs avancés des taux d'intérêt à court terme. En effet, les taux à terme sont en moyenne trop élevés par rapport aux taux d'intérêt futurs. Cela donne à penser que les détenteurs d'obligations s'attendent à percevoir en moyenne une prime pour les titres à long terme, par rapport aux titres à court terme.

Plus surprenante est la constatation selon laquelle, lorsque les taux à terme sont élevés (c'est-à-dire, lorsque le rendement des obligations à long terme est supérieur à celui des obligations à court terme), les rendements futurs des obligations à long terme sont davantage susceptibles de baisser, et non pas de monter comme l'on pourrait s'y attendre.

Cette constatation est fondée avant tout sur des données provenant des Etats-Unis, mais d'autres pays semblent la confirmer. De plus, il existe depuis plus de 60 ans des études théoriques la validant.

Considérons les implications de cette constatation empirique sur les stratégies d'investissement.

Lorsque les obligations à long terme offrent un rendement supérieur à celui des obligations à court terme, elles sont aussi susceptibles d'engendrer des plus-values en cas de baisse future des taux d'intérêt.

Une telle situation peut justifier une stratégie d'investissement fondée sur la courbe de rendement, et qui consiste à allonger les échéances du portefeuille obligataire à chaque fois que le rendement des obligations à long terme est supérieur au rendement des obligations à court terme.

Le tableau 1 résume les performances potentielles d'un portefeuille d'obligations à long terme lorsque leur rendement est élevé par rapport à celui des obligations à court terme. Si les obligations à long terme n'offrent pas en moyenne un rendement nettement supérieur à celui des obligations à court terme, l'investisseur peut toutefois, à certaines périodes, tabler sur des bénéfices substantiels de ses placements à long terme, lorsque la courbe de rendement se redresse très nettement vers les échéances longues.

Prudence

Le tableau 1 montre qu'il existe une stratégie d'investissement simple permettant aux investisseurs d'obtenir des rendements très intéressants. On pourrait certes concevoir d'autres stratégies sur la base des mêmes informations, mais plus sophistiquées, qui relèvent encore les performances du portefeuille. Il n'en est pas tout à fait ainsi.

En premier lieu, l'utilité de toute analyse empirique dépend toujours du degré de pertinence des séries historiques aux fins de prévision.

Des études théoriques ont été faites sur un certain nombre de stratégies, en prenant des données historiques. On ne serait pas surpris de constater que certaines d'entre elles ont été opérantes, mais la clef du problème est de savoir si elles continueront de l'être à l'avenir.

D'après ces études, les taux à terme paraissent avoir une certaine pertinence dans la prévision des taux d'intérêt à moyen terme (trois à cinq ans), bien que cette pertinence soit médiocre dans le court terme. Cette pertinence s'est améliorée récemment, même pour les prévisions de taux d'intérêt à court terme.

Résumé

Cet article porte sur les rendements obligataires à court et long terme. L'auteur s'interroge sur la possibilité de prédire ces rendements et de se servir des rendements obligataires à terme pour prévoir l'évolution des taux d'intérêt.

Dans les deux cas, les résultats sont peu convaincants, mais l'auteur fournit quelques pistes pour pouvoir anticiper les taux d'intérêt, qui s'avèrent au moins aussi performantes que les prévisions des économistes professionnels. Même si le rendement moyen historique des obligations à long terme n'est pas beaucoup plus élevé que celui des obligations à court terme, l'auteur estime que l'investisseur individuel détenant des d'obligations à très court terme (trente jours) pourrait envisager d'allonger leur échéance à trois mois, voire un an.

En deuxième lieu, même si les taux à terme sont utiles pour la prévision des rendements obligataires, les stratégies d'investissement qui s'appuient sur ces prévisions peuvent s'avérer très coûteuses. En effet, le tableau 1 n'inclut pas les coûts des opérations d'achat ou de vente à réaliser sur le marché lorsque la courbe de rendement s'inverse et qu'il faut se porter sur les obligations à long terme ou au contraire s'en dessaisir. Les investisseurs doivent bien évidemment calculer les rendements en retranchant le coût de toutes les opérations sur le marché.

En troisième lieu, si les investisseurs, lorsqu'ils doivent accepter des risques élevés, bénéficient quand même des rendements moyens élevés du tableau 1 ainsi que de rendements moins élevés en cas de risques moins importants, cela peut signifier que le rendement est alors tout simplement le prix de leur acceptation du risque.

Les investisseurs prêts à prendre des risques disposent d'un certain nombre de possibilités d'obtenir des rendements moyens élevés, en regard de quoi les résultats de la figure 1 pourraient d'ailleurs ne pas s'avérer significatifs. Les études théoriques se poursuivent pour déterminer dans quelle mesure les données du tableau 1 correspondent à une prime de risque. Ce qui est sûr, c'est que la structure des taux est liée aux cycles économiques.

Les autres variables

Les études théoriques ont porté essentiellement sur les taux à terme (l'écart de rendement entre les obligations à long terme et les obligations à court terme) en tant que variable utile pour la prévision des taux d'intérêt ou des rendements obligataires futurs. Mais d'autres variables ont fait l'objet d'études.

Mon collègue David Musto, par exemple, a étudié l'évolution des taux d'intérêt en fin d'année et, dans une certaine mesure, en fin de trimestre. Le professeur Musto explique en partie cette évolution par le comportement des institutions financières, qui peuvent procéder à un « habillage » de leur bilan au moment de la publication des comptes.

En outre, les marchés des obligations et des actions sont raisonnablement bien intégrés. Si certaines variables sont utiles à la prévision des rendements des actions, il n'est pas surprenant qu'elles le soient également pour prévoir les rendements des obligations. Dans un article intitulé « La fiabilité du bêta en question », paru dans le n° 3 de L'Art de la Finance, Gabriel Hawawini et Donald Keim ont énuméré quelques-unes des variables adaptées à la prévision du rendement des actions.

Sur le marché des actions, les rendements futurs paraissent liés à l'écart de rendement entre les titres de médiocre qualité et les titres sans risque, ainsi qu'au rendement des dividendes et au niveau des taux d'intérêt (et non pas seulement au différentiel de rendement entre obligations à long terme et obligations à court terme). Ces mêmes variables semblent permettre la prévision des rendements obligataires.

Cela n'empêche pas les travaux théoriques de se poursuivre sur l'efficacité de ces variables. Les mêmes mises en garde que ci-dessus s'appliquent à cette liste de variables.

La pertinence des prévisions

Les paragraphes précédents présentent des méthodes simples de prévision des taux obligataires. Les économistes professionnels sont-ils plus performants que ces méthodes ? La réponse est non.

D'après un certain nombre d'études théoriques portant sur les prévisions d'économistes, ces derniers ont du mal à faire mieux que la méthode la plus simple qui consiste à dire que les taux d'intérêt futurs sont toujours égaux aux taux actuels. Les économistes professionnels font des erreurs substantielles dans leurs prévisions et se trompent souvent sur le sens de l'évolution future des taux. Il semble qu'ils pourraient améliorer la précision de leurs prévisions en intégrant les variables que nous venons de mentionner.

L'inexactitude des prévisions de taux d'intérêt futurs n'empêche pas forcément les gestionnaires professionnels de bien structurer leurs portefeuilles d'investissements. Ces gestionnaires ne font pas forcément part de leurs prévisions de taux d'intérêt, mais prennent leurs décisions d'investissement en fonction de leurs prévisions. Si celles-ci sont bonnes, leurs investissements doivent engendrer de solides bénéfices. Malheureusement, la performance des fonds communs d'investissement en instruments obligataires ne s'avère pas très bonne par rapport à d'autres investissements peu sophistiqués. Après déduction des frais de gestion, les fonds communs de placements obligataires ont tendance à sous-performer de simples stratégies passives d'investissement.

A titre d'exemple, un fonds commun de placement qui cherche à reproduire la performance d'indices obligataires connus et publiés surperformera la plupart des fonds communs investis en obligations. La sous-performance de ces derniers est à peu près égale à la moyenne des frais de gestion.

On constate qu'une augmentation des frais de 1 % diminue d'autant la performance. Les investisseurs doivent donc se porter sur les fonds communs investis en obligations dont les frais sont les plus faibles, le degré de performance semblant être inversement proportionnel au niveau des frais.

De plus, les frais actuels d'un fonds commun donnent une indication des frais futurs, ce qui suppose que la performance future du fonds est liée à ses frais actuels. Pour juger de la performance future d'un fonds commun investi en obligations, il vaut probablement mieux prendre en compte les frais actuels que la performance passée. Le succès passé d'un fonds obligataire n'est pas un indice fiable de sa performance future.

Les rendements obligataires peuvent faire l'objet de prévisions, mais les investisseurs doivent être méfiants. Il est risqué d'allonger l'échéance d'un portefeuille obligataire pour profiter de taux de rendement élevés et/ou parce que l'on anticipe une baisse des rendements futurs.

En effet et en premier lieu, le rendement moyen historique des obligations à long terme n'est pas significativement plus élevé que celui des obligations à court terme.

En second lieu, les investisseurs professionnels qui gèrent des fonds communs de placement en instruments obligataires et les économistes obtiennent en moyenne des performances très quelconques.

Certaines stratégies sont néanmoins susceptibles de donner des résultats. Un investisseur détenant des titres obligataires échéant à très court terme (trente jours par exemple) peut probablement avec profit porter l'échéance moyenne à trois mois, ou même un an.●

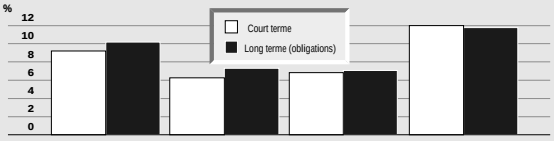
Tableau 1

Rendement moyen des bons du Trésor américain à 20 ans au cours des mois débutant par une courbe de rendement inversée et légèrement ou fortement montante, de 1970 à 1994.

Ecart de rendement à 20 ans moins 1 mois de rendement	Nombre d'occurrences	Rendements annualisés
Moins de 0 point de base	45	– 2,57 %
De 0 à 300 points de base	148	9,41 %
Plus de 300 points de base	107	12,46 %

Source : ce tableau est tiré de l'article de Antti Ilmanen « Does duration extension enhance long-term expected returns ? », paru dans le « Journal of Fixed Income » de septembre 1996.

Rendements moyens à court terme et à long terme (1978 - 1993)* **Figure 1**



* La moyenne est obtenue par les rendements additionnés par séries continues, exprimés en monnaie locale. Le court terme est représenté par les eurodépôts à un mois, et le long terme par les titres d'Etat ayant une échéance de cinq ans ou plus.

Source : le présent graphique est tiré de l'article « When do bond markets reward investors for interest rate risk ? » de Antti Ilmanen, publié dans le « Journal of Portfolio Management » (hiver, 1996).

Marchés : l'irréductible aléa

La décentralisation, via les marchés, de l'allocation des ressources est la seule voie vers l'efficacité du mécanisme de répartition de la richesse. Mais elle engendre un immense potentiel de fluctuations aléatoires.

HERVÉ CRÈS

L'aléa que l'on observe dans nos économies a deux sources de natures distinctes. Il y a tout d'abord l'aléa du monde physique dans lequel les acteurs économiques fonctionnent. Il est véhiculé par les caractéristiques fondamentales de l'économie. Ce sont les aléas météorologiques pour les agriculteurs, les percées majeures de l'innovation technologique pour les industriels, la formation des modes déterminant les préférences des consommateurs, etc. C'est un aléa exogène. Mais les fluctuations constatées dans nos économies, ainsi que les variations des rentabilités boursières sur les marchés financiers ou la valeur de marché de certains actifs sont souvent inexpliquables au regard de ces déterminants fondamentaux.

Et l'on sait en effet que même si elles pouvaient s'appuyer sur des fondamentaux stationnaires, nos économies seraient soumises à un aléa plus redoutable encore, endogène celui-là. Cet aléa est engendré par les actions mêmes et les croyances des agents économiques. La détermination de ses choix optimaux amène tout agent à tenter de prédire l'évolution de son environnement économique. Cela veut dire essentiellement anticiper les prix dans chacune des configurations possibles de l'avenir. Cela passe par la prédiction des choix de ses adversaires et partenaires commerciaux, choix eux-mêmes déterminés en fonction de croyances sur lesdites prédictions. Difficile d'être certain dans un tel imbroglio. Et si les anticipations sont incertaines, les anticipations sur les anticipations le seront encore plus, et l'on imagine bien que l'équilibre du système, celui qui ressort de la confrontation des offres et des demandes sur les marchés, sera dans une large mesure aléatoire et fluctuant.

Cependant, les travaux de recherche théorique en économie et finance montrent que même dans un monde idéal où les anticipations seraient infaillibles, les agents dotés de toute l'information disponible, capables de calculer impeccablement les prix futurs et d'en tirer toutes les conclusions pertinentes (on dit alors que les anticipations sont rationnelles), l'aléa n'en serait pas résorbé pour autant.

Pour une première bonne raison. C'est qu'à partir du moment où les relations entre les variables économiques exhibent suffisamment de non-linéarité − et l'on a de fortes raisons de penser qu'il en est ainsi −, alors le nombre d'équilibres possibles du système peut être important. En effet, on montre que plusieurs systèmes de prix, potentiellement très différents les uns des autres, peuvent apurer les marchés, c'est-à-dire équilibrer offres et demandes sur les marchés des biens, titres ou capitaux. Un peu comme un fleuve qui aurait plusieurs lignes de plus grande pente. Les acteurs économiques, même avec la science infuse, sont alors confrontés à la difficulté de la coordination de leurs actions. Lequel de ces équilibres vont-ils anticiper, sachant que tous sont plausibles, et que, en outre, ils répartissent les gains de l'échange de façon très différente, de sorte que les agents ont des préférences hétérogènes, voire opposées, sur l'ensemble des équilibres ?

Le facteur psychologique

Mais la génération endogène de l'aléa sur les marchés peut prendre des formes beaucoup plus surprenantes, toutes psychologiques, loin des considérations structurelles du type de celles que je viens d'évoquer. Et cet aléa est intégralement déconnecté de tout fondement réel.

C'est l'enseignement fondamental de la théorie dite des « taches solaires » (« sunspots ») développée dans les années 80 (1). Le débat remonte aux travaux de Jevons à la fin du XIXe : l'activité des taches solaires a-t-elle un impact sur la profusion des récoltes et donc sur l'allocation des ressources ? La réponse est qu'il n'est pas nécessaire qu'elle ait un impact physique mesurable pour qu'elle affecte effectivement l'allocation des ressources. Là où la donne devient vicieuse, c'est qu'elle pourra l'affecter même si les agents, que l'on modélise tel des pythies, savent pertinemment qu'elle n'a aucun impact physique, même s'ils connaissent les probabilités respectives que l'activité des taches solaires soit faible ou forte, même s'ils disposent d'une information parfaite et sont doués de la faculté d'effectuer les anticipations les plus rationnelles. Il n'est besoin que de deux choses : que les agents économiques soient d'accord que le niveau d'activité des taches solaires est une variable de coordination de leurs actions, et que certains d'entre eux ne puissent pas s'assurer contre les fluctuations de ce niveau d'activité et voient ainsi leur accès au marché du crédit restreint. Savoir si au petit matin M. Clinton se reveillera d'humeur galante ou morose n'a probablement aucun impact sur les fondamentaux de l'économie, tout le monde en convient. Il n'est pas absurde cependant d'imaginer que les marchés se coordonnent sur une telle information pour aller à la hausse ou à la baisse. La rationalité des croyances individuelles ne garantit en rien la rationalité de ce qu'il va en advenir au niveau collectif.

Ainsi la décentralisation, via les marchés, de l'allocation des ressources est la seule voie vers l'efficacité du mécanisme de répartition de la richesse. Mais elle engendre un immense potentiel de fluctuations aléatoires, fondé sur la possibilité de croyances auto-validantes qui, bien qu'étant injustifiables au regard des fondamentaux, n'en sont pas moins rationnelles.

Multiplicité de marchés

L'invention, par les acteurs financiers, d'états du monde fictifs, associée aux restrictions à l'accès au marché du crédit ou à l'incomplétude des marchés financiers ne sont certainement pas la seule source d'effets de type « tache solaire ». Les marchés sont, dans leur fonctionnement, très sensibles aux considérations d'ordre psychologique, et l'on peut mentionner comme autres sources de tels effets certaines caractéristiques structurelles de l'organisation des marchés. Par exemple s'ils pèchent par défaut : ainsi des imperfections dans les conditions de concurrence. Mais aussi s'ils pèchent par excès. Ces phénomènes peuvent en effet typiquement survenir dans le cadre d'une gestion de l'environnement via le marché, comme il en a été question au sommet de Kyoto à l'automne dernier.

Le principe d'une telle gestion est simple. Il s'agit de répartir entre les industries des « droits à polluer », exprimés en volumes autorisés de rejet d'éléments polluants, dont la somme totale correspond à ce que l'écosystème peut naturellement retraiter. S'ouvre alors un marché où ces droits sont échangés selon un principe simple : compte tenu du prix de marché, un industriel cèdera ses droits tant que le revenu qu'il tire de leur vente excède le coût de l'investissement technologique nécessaire à la réduction de ses rejets ; il en achètera si le prix du droit à rejeter un certain volume du produit polluant est inférieur au coût technologique du retraitement de ce volume. Ainsi deviendront propres les industries pour lesquelles la maîtrise de la pollution est la moins coûteuse : la dépollution s'effectue selon une trajectoire efficace. Seul le marché peut, à travers les prix, véhiculer l'information nécessaire à la détermination des choix optimaux.

Beaucoup de gains peuvent être extraits d'une telle bourse d'échange. Et l'on pourrait en étendre le fonctionnement à la gestion de nombreuses autres formes d'externalités, de sorte que les acteurs économiques soient à même de prendre en compte, de façon comptable et à leur juste valeur, l'intégralité des implications, directes ou indirectes, bénéfiques ou néfastes, sur l'environnement économique des autres agents, de leurs décisions de consommation, de production ou d'investissement. Cependant, cette longue marche vers l'efficience passe par l'organisation d'un nombre faramineux de marchés, et cette multiplicité en entraîne une autre, beaucoup plus difficile à gérer : celle des équilibres possibles du système, ainsi qu'une fragilité accrue des marchés au regard de considérations d'ordre psychologique.

En effet, il est en théorie possible et en pratique probable que de tels marchés vont traiter de façon inégalitaire des agents économiques que rien ne permet de distinguer, si l'on s'en tient à leurs caractéristiques fondamentales, les seules qui devraient prévaloir. Ainsi un entrepreneur et sa réplique à l'exact identique, son jumeau parfait, aux mêmes compétences, ressources, objectifs, etc., partant de la même configuration stratégique, peuvent, après apurement des marchés, et sur la foi d'anticipations parfaitement rationnelles, se retrouver dans des situations très différentes, bref être l'un riche, l'autre pauvre. Il y a quelques mois, M. Trump se déclarait prêt à se laisser cloner à quelques tonitruants exemplaires. Pour le bien de la civilisation, j'imagine, mais néanmoins contre sonnantes espèces. Or il se pourrait que ses « réplicâts » ne valent pas une clopinette !

Cette inégalité de traitement vient pourtant sanctionner une rationalité impeccable de l'agent : l'optimisation, sous des contraintes de rareté clairement perçues, d'une fonction « objectif » infailliblement comprise (le profit en général), et moyennant l'anticipation parfaite de toutes les trajectoires possibles que l'avenir lui réserve. Elle a son corollaire dynamique : les fluctuations économiques. Le chaos, voire. L'efficience par la multiplication des marchés et des instruments financiers a donc un coût, au-delà des coûts de transaction et d'information − qui peuvent s'avérer exorbitants −, un coût relatif à l'explosion du nombre des configurations d'avenir possibles et à l'incertitude engendrée de ce fait.

Effets paradoxaux

La vertigineuse complexité des économies modernes, qu'une vision systémiste, une perspective d'« équilibre général », permet d'appréhender, est un réservoir sans fin d'effets paradoxaux. La voie de l'efficacité est semée d'embûches. Face au risque, on crée des actifs financiers : autrement dit un instrument qui permette de transférer de la richesse depuis les états de la nature cléments (ma maison ne brûle pas, je verse ma cotisation) vers les états de la nature cruels (ma maison brûle, j'encaisse ma prime) ; c'est l'assurance. Cet actif permet, étant donné les prix, à chaque agent de parvenir à un niveau d'utilité (ou de bien-être, ou de profit) supérieur : disposant d'un actif supplémentaire, l'agent optimise son bien-être avec une plus grande liberté d'action, et ne peut donc que mieux faire. L'exergue : « Etant donné les prix » est ici nécessaire. Il se peut que l'introduction d'un nouvel actif entraîne, après apurement des marchés, l'apparition de nouveaux prix qui interdisent à tous les agents d'atteindre un niveau de bien-être équivalent à celui qu'ils détenaient initialement, c'est-à-dire avant introduction de l'actif et sous les anciens prix.

De tels effets paradoxaux sont également observables en théorie lorsque l'on relâche les contraintes d'accès au marché du crédit : chacun bénéficiant d'un desserrement des contraintes ne peut qu'améliorer le bénéfice qu'il retire de ses choix économiques. Mais les nouvelles demandes, confrontées aux nouvelles offres, vont donner naissance, à l'équilibre, à de nouveaux prix. Et il se peut que ces nouveaux prix ne permettent pas aux agents, quels qu'ils soient, de prétendre au même niveau de bien-être (ou profit) qu'auparavant, et cela bien que personne ne fasse faillite. Ce qui est vrai d'un desserrement des contraintes l'est aussi d'un enrichissement de l'information disponible : plus d'information pour tous les agents à propos de tout le monde ne garantit pas, au final, une amélioration de l'efficacité des marchés, plus de gains à extraire de l'échange.

Les marchés peuvent donc souvent imposer des solutions stochastiques à des problèmes déterministes, des traitements discriminants à individus identiques. On les crée pour rendre les échanges efficaces, on les peaufine pour gérer au mieux les risques. Mais eux-mêmes contribuent à créer de l'incertitude, et l'efficacité des échanges n'est améliorée qu'au prix d'un potentiel de fluctuations de plus en plus vertigineux.●

(1) « Do sunspots matter ? », David Cass et Karl Shell, « Journal of Political Economy », 1983.

Hervé Crès

Hervé Crès est professeur assistant au département de finance et d'économie du Groupe HEC. Ancien élève de l'Ecole normale supérieure, docteur en mathématiques, il a été professeur assistant au département d'économie de l'université de Pennsylvanie.

Résumé

La recherche de l'allocation la plus efficace des ressources, la gestion optimale des risques et de l'aléa ne peuvent passer que par l'organisation de réseaux toujours plus sophistiqués de marchés profus en titres et actifs financiers. Mais force est de constater que cette dynamique est elle-même source d'aléa, un aléa irréductible, qui peut s'avérer intégralement déconnecté de tout fondement réel.

Faillites : le maquis des réglementations nationales

Les procédures de redressement et de liquidation d'entreprise divergent fortement. Exemples au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, en Allemagne et en France.

JULIAN R. FRANKS, KJELL NYBORG ET WALTER TOROUS

La réglementation relative au redressement ou à la liquidation judiciaire adoptée par un pays a un impact significatif sur le coût des faillites, les droits des créanciers, leur rang, et la date à laquelle ils seront remboursés. Les coûts engendrés auront des conséquences sur les taux d'intérêt versés par l'entreprise et sur ses capacités d'emprunt. De la réglementation dépendront aussi les mesures prises pour inciter les entreprises à se restructurer, tant en marge de la procédure de redressement que dans le cadre de celle-ci. Le présent article présente une étude comparative des coûts et avantages respectifs des régimes de redressement et de liquidation judiciaire britannique, américain et allemand (1).

Le Royaume-Uni

Avant la loi (Insolvency Act) de 1986, on pouvait distinguer 3 procédures de règlement des défaillances des entreprises : la liquidation, le règlement judiciaire et le règlement amiable. La loi de 1986 a introduit une procédure supplémentaire, celle de l'administration judiciaire.

La procédure la plus répandue est celle de la liquidation. En 1990, elle représentait environ les trois quarts des procédures de règlement des défaillances d'entreprises, contre 22 % pour le règlement judiciaire.

L'objectif du liquidateur est de vendre suffisamment d'actifs de la société pour pouvoir rembourser les créanciers. Il peut vendre la société dans une perspective de continuité de l'exploitation ou de cessation de l'activité mais il ne peut pas, sous peine de révocation ou de poursuites, utiliser les sommes dues aux créanciers pour différer la vente. Une trésorerie insuffisante conduira très vraisemblablement à la fermeture immédiate de l'entreprise.

Le règlement judiciaire ne peut être envisagé que lorsque l'un ou plusieurs créanciers de la société détiennent sur ses actifs un privilège d'une catégorie particulière, appelé « floating charge ». Il s'agit d'une sûreté sur des biens meubles tels que les stocks et les travaux en cours. Le syndic est désigné par le créancier qui détient ce type de privilège, dont il représente les seuls intérêts. Investi de pouvoirs importants, il dirige entièrement la société et agit de façon autonome sans autorisation préalable du tribunal ni des autres créanciers. Toutefois, il n'est pas habilité à accorder des moratoires (c'est-à-dire reporter le remboursement du principal et des intérêts) ni à émettre des créances de même rang que les créances en souffrance.

En l'absence de créancier détenteur de ce type de sûreté, il n'est pas possible de nommer un syndic et jusqu'en 1986 il n'existait qu'une alternative possible : la liquidation. La fonction d'administrateur judiciaire a été instituée par la loi de 1986 afin de combler cette lacune.

Il existe entre les deux régimes une différence importante : le syndic ne représente qu'un seul créancier alors que l'administrateur judiciaire au sens de la réglementation britannique représente la masse des créanciers. Le nombre d'administrations judiciaires a été jusqu'ici peu élevé, notamment parce qu'un créancier en possession d'une sûreté de type « floating charge » peut toujours empêcher la nomination d'un administrateur judiciaire en désignant un syndic. Le régime du règlement judiciaire confère à ce créancier un pouvoir de gestion plus étendu que celui de l'administration.

Par ailleurs, un grand nombre de sociétés en difficulté se restructurent en dehors du cadre judiciaire. Selon une étude récente de la Society of Practitioners in Insolvency, menée sur la période 1995-1996, plus de 1.800 entreprises, dont 130 sociétés cotées, ont fait appel à des repreneurs afin de tenter de « sauver » l'entreprise en restructurant ses activités et en réaménageant sa dette.

Aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, il existe 2 procédures de redressement ou de liquidation des sociétés : celles prévues par le « chapter 7 » et le « Chapter 11 ».

Le « Chapter 7 » décrit les règles et procédures de la liquidation judiciaire et prévoit la nomination par le tribunal d'un mandataire-liquidateur chargé de superviser les opérations de liquidation de la société.

Dans tous les cas, la cessation définitive d'activité intervient avant la réalisation des actifs de la société, qui font l'objet d'une vente aux enchères.

Le « Chapter 11 » autorise la poursuite de l'activité et prévoit l'établissement d'un plan de redressement avec les créanciers. Le conseil d'administration reste en fonction. L'entreprise défaillante (« the debtor-in-possession ») conserve la plupart de ses pouvoirs.

Le principe de base de ce régime consiste à inciter – financièrement –, l'équipe de direction en place, qui représente les actionnaires, à assurer la continuité de l'exploitation afin de préserver dans une certaine mesure le patrimoine des actionnaires.

La plupart des sociétés ne se placent sous la protection du « Chapter 11 » qu'après l'échec d'une tentative de règlement amiable. Le règlement amiable peut revêtir la forme d'un échange de créances contre des actions, d'une renégociation des obligations contractuelles ou du montant des intérêts ou d'un rééchelonnement de la dette.

En cas de règlement amiable, le tribunal ne supervise pas les activités de la société en difficulté, alors qu'en cas de passage sous le régime du « Chapter 11 » la conduite des affaires de la société est étroitement surveillée par les créanciers et le tribunal.

Certaines entreprises essaient de conjuguer les avantages d'un règlement amiable (faibles coûts de gestion) et ceux du régime du « Chapter 11 » (unanimité des décisions facultative, avantages fiscaux) en engageant une procédure parfois qualifiée de « faillite préemballée ». L'entreprise présente alors au tribunal un plan de restructuration qui doit ensuite recevoir l'approbation des créanciers. L'agrément du tribunal permet aussi d'éviter le risque de litiges ultérieurs.

Le recours aux « faillites préemballées » est en progression rapide et représente 43 % des demandes de passage sous le régime du « Chapter 11 » déposées au cours du premier semestre 1993 par les sociétés dont l'actif dépasse 100 millions de dollars. Cela dit, outre-Atlantique, la procédure la plus courante est celle du « Chapter 7 ». A titre d'exemple, en décembre 1993, au tribunal de Californie compétent en matière de faillite, il y avait 57.752 affaires en cours au titre du « Chapter 7 » contre 6.739 seulement au titre du « Chapter 11 ».

En Allemagne

En Allemagne, la loi sur les faillites comprend 2 procédures : la liquidation judiciaire et le concordat. Une nouvelle loi, adoptée en juillet 1994, devrait entrer en vigueur en 1999.

Actuellement, la procédure la plus répandue est celle de la liquidation judiciaire, qui consiste à déléguer la gestion des biens de la société à un administrateur, le plus souvent nommé par le tribunal et rendant compte à un comité de créanciers.

Bien que l'administrateur ait pour mission de réaliser les actifs de la société, il se garde de toute précipitation. En effet, la société bénéficie d'un sursis illimité vis-à-vis des créanciers ordinaires et l'administrateur peut recourir à un nouveau financement par émission de créances privilégiées. Il peut donc maintenir la société en l'état s'il estime que les conditions économiques ne sont pas favorables à la vente. En conséquence, la durée moyenne d'une liquidation judiciaire est de 27,5 mois.

Le concordat a fait l'objet d'une loi complémentaire assez récente et propose une alternative à la liquidation judiciaire. Il est cependant peu utilisé. En 1992, 0,3 % seulement des procédures de redressement ou de liquidation ont débouché sur un concordat. Le concordat peut être refusé lorsque, selon le tribunal, la continuité de l'exploitation est irrémédiablement compromise ou lorsque les conditions exigées pour le remboursement des créanciers sont trop strictes.

La nouvelle loi présente quelques différences avec celle qui concerne la liquidation judiciaire : les créances privilégiées sont automatiquement suspendues pendant trois mois, tous les créanciers ont même rang, le pouvoir de l'administrateur en matière de gestion est beaucoup plus restreint.

La réforme fournit un cadre, relativement souple, à la restructuration de l'entreprise ou sa cession totale ou partielle. Le moratoire de trois mois sur le remboursement des créances privilégiées permet à l'administrateur et à toutes les parties concernées de se concerter afin de définir les meilleures solutions.

A l'ouverture de la procédure de faillite, le tribunal désigne les membres d'un comité des créanciers ainsi que l'administrateur judiciaire. Chacune de ces nominations peut être annulée par décision d'une assemblée de créanciers convoquée dans les trois mois. Les créanciers privilégiés et les créanciers de rang inférieur votent par groupes distincts. La majorité simple est requise, par catégorie de créance et pour chaque groupe, pour l'adoption de toute résolution. Les décisions doivent ensuite être entérinées par le tribunal.

Comme sous le régime du « Chapter 11 » aux Etats-Unis, le tribunal n'entérinera pas un plan qui aurait pour effet de léser un créancier opposé à ce plan par rapport à ce qu'il aurait obtenu si une autre solution avait été retenue. Cette disposition permet d'éviter que les intérêts d'un groupe important de créanciers ne priment sur ceux des autres.

Nous examinons ci-dessous, à travers 6 facteurs déterminants, les coûts et avantages de ces différentes réglementations.

Le pouvoir de gestion

Le pouvoir de gestion dont disposent les créanciers et le débiteur leur confère des droits, préalablement définis, sur les actifs d'une société en cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation. Il arrive fréquemment que ce pouvoir crée des frictions entre les différents créanciers. En Grande-Bretagne, par exemple, dans le cadre de la procédure de règlement judiciaire, seuls les créanciers privilégiés détiennent un véritable pouvoir de gestion. Cette situation peut les inciter à liquider la société, ou à la maintenir en état d'activité, même si cela nuit à l'intérêt des créanciers de rang inférieur.

En Allemagne, bien que l'administrateur soit habilité en cas de liquidation à surseoir au remboursement des créanciers ordinaires, à solliciter un financement par émission de créances privilégiées, et, en théorie, à poursuivre l'activité de la société, ces

Julian R. Franks

Julian R. Franks est professeur de finance et directeur de l'Institut de finance et de comptabilité de la London Business School.

Kjell Nyborg

Kjell Nyborg enseigne la finance à la London Business School.

Walter Torous

Walter Torous est professeur de finance à la London Business School, titulaire de la chaire Corporation of London.

Tableau 1

Dérogations au respect du rang des créanciers au Royaume-Uni pour un échantillon d'entreprises ayant mené à bien une procédure de règlement amiable et d'entreprises américaines passées sous le régime du « Chapter 11 » ou ayant mené à bien un règlement amiable.

Rang des créanciers	Règlements amiables au Royaume-Uni	« Chapter 11 »	Règlements amiables aux Etats-Unis
Privilégiés	– 12 %	– 4 %	– 7 %
Ordinaires	6 %	1 %	– 1 %
Actionnaires	6 %	3 %	8 %

Pour le Royaume-Uni, l'échantillon comprend 35 entreprises ayant réussi à réaménager leurs dettes financières entre 1987 et 1995. L'échantillon américain porte sur 82 entreprises pour la période 1983-1988. La définition des créanciers privilégiés englobe les créanciers privilégiés, les banques et les créanciers prioritaires.

Sources : Olsen (1996), Franks et Torous (1994).

Tableau 2

Moyenne des dépréciations de créances au Royaume-Uni et aux Etats-Unis pour un échantillon d'entreprises ayant fait l'objet d'un redressement soit dans le cadre d'une procédure judiciaire soit par règlements amiables.

Rang des créanciers	Règlements judiciaires	Règlements amiables	« Chapter 11 »	Règlements amiables aux Etats-Unis
Privilégiés	74 %	19 %	29 %	17 %
Prioritaires	59 %	0 %		
Ordinaires	97 %	5 %	71 %	20 %
Tous créanciers	66 %	15 %	49 %	20 %

Pour le Royaume-Uni, l'échantillon comprend 61 entreprises pour la période 1987-1995. L'échantillon américain porte sur 82 entreprises pour la période 1983-1988. La définition du rang des créanciers peut différer d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis, les créanciers privilégiés comprennent, outre les détenteurs de créances privilégiées, les banques et les créanciers prioritaires.

Sources : Olsen (1996), Franks et Torous (1994).

Raymond Maëder

Raymond Maëder, diplômé d'HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, est professeur au Groupe HEC où il coordonne le département comptabilité-contrôle. En outre, il est membre du conseil scientifique de l'Observatoire consulaire des entreprises en difficulté.

La défaillance d'entreprise en France : quatre points clefs

Au niveau national, la faillite en France, c'est de 50.000 à 60.000 procédures collectives par an et de 200.000 à 250.000 salariés concernés. Une étude portant sur le tiers des procédures collectives ouvertes à Paris en 1992 faisait ressortir une réalité extrêmement disparate. A titre d'exemple, le plus petit des passifs rencontrés ne se mesurait ni en millions, ni même en milliers de francs mais en simples francs : il s'agissait d'une association pour laquelle les créanciers ont produit seulement 609,90 francs. Le plus grand des passifs lui était 6 millions de fois supérieur (il s'agissait de La Cinq). La moitié des dossiers représentait 4 % du total des passifs et 90 % d'entre eux à peine plus de 20 % de ce même total : le passif médian atteignait seulement 1.266.000 francs. Enfin, un peu moins de 2 % de l'échantillon, constitué d'entreprises au passif « plus grand que » 50 millions de francs, formait 60 % du passif total.

Pour traiter cette réalité grave et différenciée, depuis les réformes de 1984 et 1985, le droit actuel de la défaillance des entreprises s'articule autour de 4 séries de questions : comment éviter ces sinistres ? peut-on faire survivre l'entreprise et comment ? quels sont les créanciers à dédommager, quelle est la force de leurs créances et que recevront-ils ? le débiteur était-il fautif et si oui, comment le sanctionner ?

● La prévention des difficultés et de la défaillance

Dans le cadre de la loi du 1er mars 1984, l'établissement de documents de gestion dans les grandes entreprises (plus de 300 salariés ou 120 millions de chiffre d'affaires), une obligation d'alerte qui pèse sur les commissaires aux comptes (lorsqu'il y en a), et la possibilité donnée au président du tribunal de commerce de convoquer les dirigeants ont pour but de mieux informer les dirigeants, de mieux les mettre devant leurs responsabilités et ainsi de prévenir les difficultés.

Par ailleurs, avant que la cessation de paiements ne survienne, les dirigeants peuvent demander au tribunal un règlement amiable pendant lequel un conciliateur cherche un accord avec les créanciers. Les incitations en faveur de cette procédure laissent penser qu'elle pourrait être plus utilisée.

Enfin, l'expérience récente du Crédit Lyonnais montre que les pouvoirs publics font tout leur possible pour éviter que les difficultés des grandes entreprises ne dégénèrent en défaillances traitées de manière judiciaire.

● Le traitement judiciaire des entreprises défaillantes

La loi du 25 janvier 1985 donne comme objectif à la procédure collective de permettre la sauvegarde de l'entreprise, le maintien de l'activité et de l'emploi ainsi que l'apurement du passif. Le redressement est assuré selon un plan arrêté par décision de justice à l'issue d'une période d'observation. Ce plan prévoit soit la continuation de l'entreprise soit sa cession. Lorsqu'aucune de ces solutions n'est possible il est procédé à la liquidation.

A côté d'un régime général, il est institué un régime simplifié destiné aux entreprises de moins de 50 salariés et dont le chiffre d'affaires est inférieur à 20 millions de francs. Les deux régimes diffèrent notamment en ce qui concerne la période d'observation, par la durée (6 mois renouvelables une fois et prolongeables de 8 mois pour le régime général ; 4 mois renouvelables une fois pour le régime simplifié) et par les organes chargés de suivre l'entreprise (un représentant des créanciers, mandataire judiciaire à la liquidation des entreprises pour tous, et un administrateur judiciaire en plus pour le régime général). Pendant la période d'observation, l'activité continue avec maintien des contrats en cours si l'administrateur le juge utile.

Dans la pratique, ce traitement judiciaire aboutit aux résultats suivants. Pour 100 procédures collectives ouvertes, 78 se terminent dès le jugement d'ouverture par la liquidation immédiate de l'entreprise défaillante. Pour les 22 restantes, 18 relèvent du régime simplifié et 4 du régime général. Au bout du compte, en moyenne au bout de 15 jours, 16 liquidations supplémentaires seront prononcées. 2 à 3 entreprises obtiendront de continuer, alors que 3 à 4 entreprises seront cédées à l'issue d'une période d'observation de 5 mois en moyenne (8 à 9 mois pour les continuations). Les entreprises liquidées sont en général plus petites (en moyenne, pour Paris, 5 salariés, 4 millions de chiffre d'affaires, 6 ans d'ancienneté), les cessions concernent des entreprises nettement plus grandes (36 salariés, 36 millions de chiffre d'affaires et 12 ans d'ancienneté) enfin les continuations correspondent à des entreprises moyennes (15 salariés, 9 millions de chiffre d'affaires et 12 ans d'ancienneté). Les entreprises cédées et les entreprises qui continuent se différencient nettement au niveau de l'insuffisance d'actif qu'elles ont générée : 1,5 million pour les dernières, contre 25 millions pour les premières (5 millions pour les entreprises liquidées).

● Le règlement des créanciers

Pour voir leurs droits reconnus, les créanciers doivent répondre à l'appel du mandataire-liquidateur et produire leurs créances avant l'expiration des délais de forclusion. Là où les débiteurs avaient déclaré un total de dettes de 100, les créances produites atteindront en moyenne de 150 à plus de 210. Le mandataire vérifiera ensuite ces créances et en rejettera en moyenne de 0 à 6 % : la faiblesse de ce taux tient à ce que le mandataire est légalement dispensé de la vérification à partir du moment où il s'avère que l'actif sera entièrement absorbé par les créances privilégiées ou les frais de justice (sauf s'il y a extension de la faillite aux dirigeants). Pendant ce temps, les biens et créances, qui, aux yeux du débiteur, couvraient en moyenne 66 % de ses dettes, fondent de moitié en cours de procédure. Finalement, la différence entre les dettes de l'entreprise défaillante et ses actifs − ou insuffisance d'actifs − sera en moyenne passée de 33 % aux yeux du débiteur à environ 80 % dans les comptes du liquidateur.

Le taux moyen de recouvrement des passifs est un peu inférieur à 10 % et très variable suivant la force des privilèges et la situation des débiteurs. Le passif se répartit en effet entre les créanciers chirographaires sans garanties (65 %) et qui ne seront dédommagés qu'à hauteur de 5 % en moyenne (66 % en cas de continuation) et les créanciers privilégiés (35 %) et qui, en moyenne, recevront 14 % de leur dû (26 % en cas de cession, 66 % en cas de continuation). Certaines créances superprivilégiées de salaires sont mieux loties (66 % de recouvrement) ; les créanciers de l'article 40 pour les opérations faites pendant la période d'observation, dont le passif propre représente 1 % du total, recevront en moyenne à peine plus de 50 % de leurs créances.

Le coût de la procédure est constitué par les honoraires versés aux administrateurs et aux liquidateurs et déterminés en fonction de barèmes officiels. Les émoluments des administrateurs peuvent être reconstitués de l'extérieur sans avoir accès aux dossiers ; pour la PME défaillante dont le passif est moyen et qui obtient la continuation, ces émoluments sont de l'ordre de 85.000 francs. Pour les liquidateurs dont la rémunération dépend de l'importance des créances, un travail externe est impossible mais un ordre de grandeur de 50.000 francs ne paraît pas absurde. Ces coûts sont à diviser par deux à trois pour une PME de passif médian.

● La sanction des fautes éventuelles

En cas de défaillance, la réputation des dirigeants souffre. En outre, une fois sur quatre, des sanctions sont prononcées contre eux. Au niveau pécuniaire, les débiteurs sont par principe dessaisis de leur patrimoine même privé, ce qui explique sans doute la moindre sinistralité des entreprises individuelles (1,7 %). Dans les SARL, dont le taux de sinistralité est de 4,4 % et les SA (taux de 2,2 %), les dirigeants de droit ou de fait peuvent cependant être condamnés à combler le passif (2 % des procédures) et le redressement judiciaire peut leur être étendu (2 % des procédures).

Au niveau personnel, en cas de fraudes ou de négligences coupables, des sanctions diverses peuvent être prononcées, de l'interdiction de gérer jusqu'à la banqueroute (500.000 francs d'amende et 5 ans de prison).

Enfin, en ce qui concerne les carrières, en dehors des liquidations où les dirigeants perdent leur emploi, les plans de continuation ne prévoient de changement substantiel de l'équipe dirigeante que dans un peu moins de 9 % des cas (5 % pour les cessions). Pendant la période d'observation, l'administrateur se substitue aux dirigeants dans un peu moins de 20 % des cas, les contrôle dans 13 % des cas ou les assiste (69 %).

Au final, la faible efficacité du redressement judiciaire ne tient pas à la procédure mais à l'état des entreprises qu'elle traite. La décision de liquider l'entreprise est très souvent prise par les dirigeants eux-mêmes bien avant la saisine du tribunal. Ce qui peut être sauvé l'est sans doute. Le problème est moins judiciaire que managérial. ●

Pour approfondir la faillite en France, se reporter à :

R. Blazy & J. Combier, « La défaillance d'entreprise. Causes économiques, traitement judiciaire et impact financier », Insee Méthodes, ndeg. 72-73, 1997.

M. A. Frison Roche, « Le Nouveau Droit des défaillances d'entreprises », Dalloz (1995).

R. Maëder, « Structure et évaluation du passif des entreprises défaillantes de la région parisienne », Cahier de recherche ndeg. 607/1997 du Groupe HEC, avec le support de la Fondation HEC.

P. Thomas, « Evolution de la sinistralité des entreprises en France », Guide du crédit 1997, MM Editions, Paris.

Raymond Maëder

pouvoirs sont en réalité souvent inopérants en raison du droit de revendication accordé aux créanciers privilégiés sur leurs biens. Dans la plupart des cas, lorsque ces derniers sont rentrés en possession de leurs biens, la trésorerie se révèle insuffisante pour engager une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire.

Aux Etats-Unis au contraire, dans le cadre du « Chapter 11 », il arrive fréquemment que l'entreprise en difficulté garde le contrôle de ses activités pendant toute la période de redressement. En conséquence, la société conserve en général une certaine valeur même lorsqu'elle est techniquement insolvable. Toutefois, l'action des dirigeants de l'entreprise est étroitement surveillée par le tribunal, ce qui peut limiter leur possibilité de solliciter un financement, de réaliser les actifs, voire de fixer le niveau des rémunérations des membres du conseil d'administration. Près de la moitié des dirigeants de sociétés en difficulté restent en fonction pendant la phase de redressement judiciaire.

En Grande-Bretagne, la loi sur le règlement judiciaire ne prévoit pas de suspension automatique des poursuites. A l'évidence, les créanciers privilégiés provoquent fréquemment la liquidation en reprenant possession de leurs biens, pourtant souvent indispensables à la poursuite de l'activité de l'entreprise.

L'administrateur dispose d'importants pouvoirs l'autorisant à différer ou à suspendre le désintéressement des créanciers, notamment en ce qui concerne les intérêts ou le remboursement de prêts. Toutefois, les créanciers peuvent le relever de ses fonctions au bout de trois mois.

Parmi les dispositions relatives à la suspension des poursuites prévues par le régime du « Chapter 11 », la plus importante est peut-être le délai de remboursement des intérêts et du principal de la plupart des dettes de la société pendant la procédure. Les intérêts continuent de courir sur les dettes privilégiées (intégralement garanties) mais pas sur les dettes ordinaires.

Par ailleurs, contrairement à ce que prévoit la loi sur le règlement judiciaire au Royaume-Uni, le dépôt du bilan interdit automatiquement à la quasi-totalité des créanciers de recouvrer leur créance. Le « Chapter 11 » ne fixe pas non plus de délai légal d'exécution de la procédure. En Allemagne, la nouvelle réglementation prévoit la suspension de toute poursuite pendant trois mois.

Gestion des dettes

Au Royaume-Uni, le syndic ne dispose que d'une marge de manœuvre limitée pour renégocier la dette de l'entreprise en difficulté puisqu'il ne représente les intérêts que d'un seul créancier. Ainsi, l'émission d'un nouvel emprunt ne peut avoir lieu sans l'accord des autres créanciers, à moins que le nouvel emprunt ne soit d'un rang inférieur à celui de toutes les autres dettes en souffrance.

Cette situation peut constituer un handicap, en particulier si le syndic souhaite lever des capitaux afin d'assurer la continuité de l'activité. En règle générale, il est donc très difficile pour l'entreprise en difficulté de réunir les fonds suffisants. En comparaison, l'administrateur nommé par décision de justice dispose d'une plus grande latitude pour gérer l'endettement, car l'accord des créanciers sur les nouvelles modalités de financement peut être obtenu par voie judiciaire. La réglementation américaine et la nouvelle loi allemande sur les faillites prévoient la renégociation de toutes les créances détenues sur l'entreprise en difficulté. L'approbation du tribunal est indispensable, mais seule la majorité simple des créanciers (et la majorité des deux tiers en termes de valeur) de chaque catégorie suffit.

Il peut s'avérer nécessaire de financer la poursuite de l'activité de l'entreprise en difficulté pendant le déroulement de la procédure en vue de permettre la continuité de l'exploitation. Au Royaume-Uni, le syndic peut lever ces capitaux supplémentaires mais, comme nous l'avons vu plus haut, le nouvel emprunt sera de rang inférieur à celui de l'encours existant.

Les difficultés rencontrées pour lever de nouveaux capitaux et l'absence de disposition prévoyant la suspension automatique des poursuites pourraient expliquer pourquoi de grandes sociétés s'efforcent d'éviter la procédure judiciaire.

Eurotunnel, la société concessionnaire de l'exploitation du tunnel sous la Manche, a connu des difficultés financières qui l'ont amenée à procéder récemment à un réaménagement de ses dettes. Au total, son endettement a été ramené de 9,1 à 7,1 milliards de livres, par échange de créances contre des actions (1 milliard de livres), émission d'obligations convertibles et de bons de souscription. La société a également bénéficié d'une diminution du taux d'intérêt applicable au solde de sa dette et de nouvelles facilités de crédit en cas de besoin.

Cet accord, conclu en dehors de toute procédure de redressement judiciaire, a été négocié par la société et un petit groupe de banques qui détenaient un encours

important sur la société. Il a été approuvé par la plupart des 225 banques concernées et est en attente de ratification par les actionnaires de la société.

Il est intéressant de noter qu'aux Etats-Unis, en revanche, le « Chapter 11 » reconnaît expressément la nécessité de se procurer de nouveaux capitaux pendant le redressement, et prévoit le financement du « debtor ». Ce financement est prioritaire sur de nombreux engagements en cours.

La réglementation allemande actuellement en vigueur admet le recours à de nouveaux financements par émission de créances privilégiées. Cette disposition sera maintenue dans la nouvelle loi.

Dérogations à la priorité

En Grande-Bretagne, les dispositions légales concernant le règlement judiciaire assurent un règlement rapide des créances et le respect du rang des créanciers, dans la mesure où les créanciers disposent d'un pouvoir de gestion de la société dès lors qu'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire est engagée.

L'étude effectuée par Olsen en 1996 sur des sociétés britanniques cotées en Bourse entre 1987 et 1995 (2) confirme le respect absolu des règles de priorité applicables en cas de règlement judiciaire. Ces travaux ont en revanche mis en évidence des dérogations significatives lors de règlements amiables, où les banquiers avaient renoncé, en moyenne, à environ 12 % de leurs droits.

La plupart des redressements opérés au titre du « Chapter 11 » aux Etats-Unis prévoient des dérogations aux règles de priorité dans l'intérêt des actionnaires et de certains créanciers. En outre, on constate des dérogations en faveur des actionnaires dans le cadre de redressements volontaires ou de règlements amiables. Dans ce cas, elles sont beaucoup plus importantes que celles accordées dans le cadre du « Chapter 11 ».

Le tableau 1 récapitule les dérogations relevées au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Pour les exemples étudiés dans ces deux pays, les dérogations en faveur des actionnaires dans le cas des règlements amiables sont comparables. En Allemagne, aucune étude systématique n'a été réalisée, mais les difficultés financières récentes du sidérurgiste Klöckner-Werke ont prouvé que les dérogations existent malgré tout. Lorsque cette société a déposé son bilan, en décembre 1992, sa dette s'élevait à 2,7 milliards de DM. Le plan de redressement approuvé en juin 1993 prévoyait le remboursement des créanciers fin 1994. Les dépréciations de créances s'élevèrent à 60 % (le maximum autorisé par la loi) pour les créanciers ordinaires et à 40 % pour les créanciers privilégiés. Les créances inférieures à 10.000 DM furent intégralement remboursées, de façon à obtenir l'approbation du plan par la majorité des créanciers. En outre, les actionnaires conservèrent leur participation.

Coûts directs des régimes

En Grande-Bretagne, le syndic consulte peu les créanciers autres que ceux qui l'ont désigné. En raison de cette absence de contact régulier, la procédure du règlement judiciaire se déroule sur une période relativement courte, de l'ordre de quelques semaines. Parce qu'il faut agir vite et qu'elle possède une bonne connaissance de l'entreprise, l'équipe de direction en place est souvent la plus à même d'acquérir les biens auprès du syndic, alors que la procédure d'administration judiciaire est plus longue car tout plan de redressement doit être ratifié par le tribunal et les créanciers.

En Allemagne, sous le régime actuel, la liquidation peut s'avérer longue et coûteuse car il n'est pas facile pour les créanciers ordinaires de mettre un terme à la procédure. Beaucoup estiment que l'administrateur n'agit pas toujours dans l'intérêt des créanciers. La nouvelle réglementation, à l'instar du système britannique d'administration judiciaire, donne aux créanciers la possibilité de mettre la société en liquidation à expiration du délai de trois mois correspondant à la période de suspension des poursuites.

On peut également comparer les coûts du redressement en examinant les dépréciations de créances. Leur montant peut être révélateur du coût du dépôt de bilan et du redressement ou de la perte de valeur de l'entreprise avant le dépôt de bilan.

Dans le tableau 2, qui illustre les différences de coûts en matière de dépôt de bilan et de redressement entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis, on observe qu'outre-Manche, les dépréciations de créances sont en moyenne beaucoup plus élevées lors de règlements judiciaires que lors de règlements amiables. Ainsi, en cas de règlements judiciaires, les créanciers ordinaires sont contraints d'abandonner la quasi-totalité de leurs créances, probablement parce qu'ils n'ont pas le pouvoir de contrôler la procédure ni l'état des finances de la société. Le tableau 2 indique également que les dépréciations de créances sont toujours plus importantes en cas de règlement judiciaire au Royaume-Uni que sous le régime du « Chapter 11 » aux Etats-Unis. Ainsi, les dépréciations des créances privilégiées s'élèvent-elles à 47 % pour les règlements judiciaires contre 29 % seulement dans le cadre d'une procédure de passage sous « Chapter 11 ». Ce schéma reste valable pour l'ensemble des créances puisque les dépréciations atteignent 66 % pour les règlements judiciaires et 49 % pour le régime du « Chapter 11 ».

© Aitch/PIX

En France, la décision de liquider l'entreprise est très souvent prise par les dirigeants eux-mêmes bien avant la saisine du tribunal. Ce qui peut être sauvé l'est sans doute.

Il en va différemment des redressements effectués en dehors du cadre judiciaire. Par exemple, pour les créanciers ordinaires, les dépréciations de créances représentent 5 % seulement pour l'échantillon du Royaume-Uni, contre 20 % lors de règlements amiables aux Etats-Unis.

Les comparaisons sont rendues difficiles par la disparité des définitions de certains types de créances et la disparité des procédures engagées (redressements par voie judiciaire ou règlements amiables). Toutefois, en comparant l'ensemble des créances, il ressort que, si l'on considère ces deux modes de redressement globalement, les dépréciations sont à peu près identiques sous ces deux régimes, et, par conséquent, les coûts sont équivalents, à peu de chose près. Cependant, la comparaison du coût d'un dépôt de bilan dans ces deux pays semble indiquer le contraire.

Selon l'étude d'Olsen, en 1996, le coût d'un règlement judiciaire représente plus de 20 % du produit de la liquidation, mais il n'est que de 6 % par rapport à la valeur comptable avant dépôt du bilan. En revanche, au Royaume-Uni, le coût d'un règlement amiable est beaucoup plus faible et représente 3 % de la valeur de l'entreprise.

Sur la base d'un échantillon constitué de sociétés ferroviaires américaines, le coût des faillites aux Etats-Unis a été estimé à environ 5,3 % par Warner en 1977. Lors d'une étude plus récente (1984), Altman a évalué le coût des faillites à 6,2 %.

Les comparaisons entre pays sont biaisées par un certain nombre d'éléments : d'une part la différence de taille des entreprises et des secteurs d'activité, d'autre part, parce que les sociétés déposant une demande de protection sous « Chapter 11 » sont plus solvables que celles qui font l'objet d'un règlement judiciaire. Toutefois, rien ne permet d'affirmer que les coûts directs sont plus élevés en cas de passage sous le régime du « Chapter 11 » qu'en cas de règlement judiciaire.

Des défauts majeurs

A l'évidence, aucune des réglementations n'est exempte de défauts majeurs.

Avec la législation américaine, les procédures sont longues, coûteuses, parfois complexes, et conduisent à modifier le rang des créances et donc à ne pas respecter les termes originaux des contrats d'emprunts. En outre, les dirigeants sont incités à sur-investir pour augmenter les chances de poursuite de l'activité de leur entreprise. Cependant, les accords commerciaux ont évolué dans le sens d'une réduction des coûts, grâce aux règlements amiables et aux « faillites préemballées » élaborées dans le cadre du « Chapter 11 ».

Au Royaume-Uni au contraire, la procédure du règlement judiciaire est généralement rapide. Les créanciers disposent d'un pouvoir de gestion de l'entreprise, leur assurant un meilleur respect des termes contractuels concernant les dettes, au risque, toutefois, de liquidations prématurées ou inefficaces, ou d'un investissement insuffisant. Il semble que la nomination d'un administrateur n'ait pas pallié ces inconvénients, d'une part parce que les créanciers privilégiés utilisent peu cette possibilité, d'autre part parce que les autres créanciers privilégiés peuvent empêcher cette nomination.

La nouvelle réglementation allemande va dans le sens de la simplification : elle devrait permettre d'écourter les opérations de redressement et de réduire le nombre des liquidations inefficaces en limitant les droits des créanciers privilégiés. Ce régime s'apparente davantage au système britannique d'administration judiciaire qu'au « Chapter 11 » américain puisque le pouvoir de gestion est détenu par la masse des créanciers et par l'entreprise en difficulté. ●

Résumé

Cet article présente une étude comparative des procédures de redressement et de liquidation judiciaire au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, en Allemagne et en France.

La législation américaine prévoit des procédures longues et coûteuses, souvent complexes, même si le développement des règlements amiables et de « faillites préemballées » dans le cadre du « Chapter 11 » du Code fédéral des faillites a permis de réduire certains coûts.

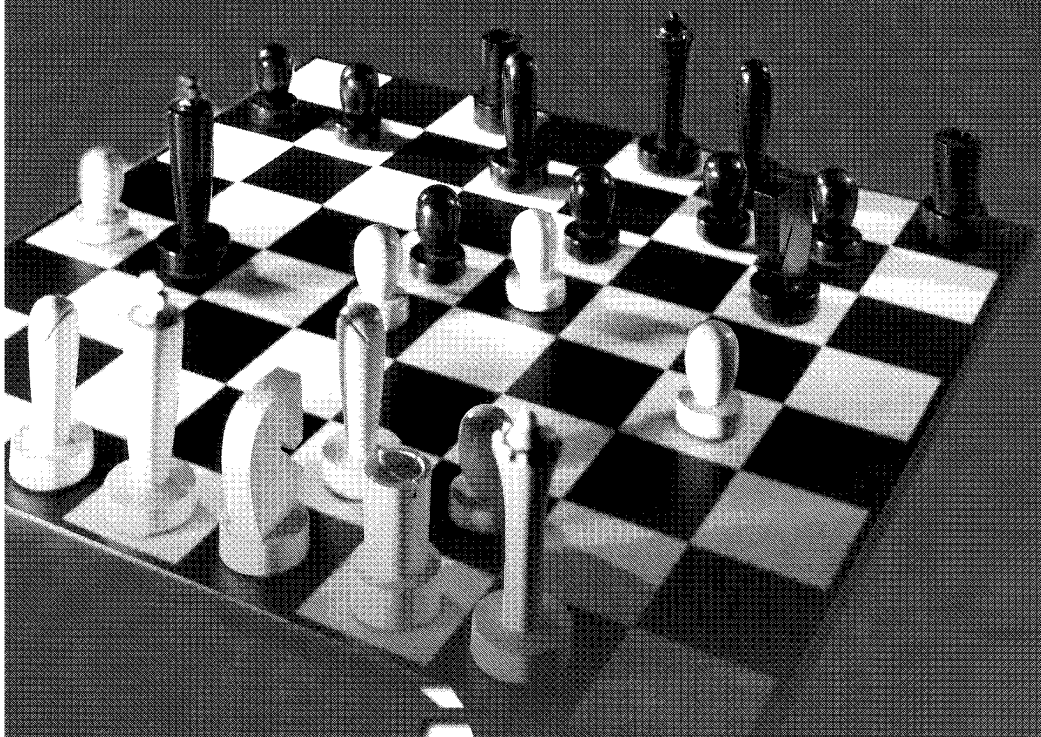
Au Royaume-Uni, la procédure de règlement judiciaire est en général rapide, mais elle comporte un risque de liquidations prématurées ou inefficaces et d'insuffisance des moyens financiers permettant d'assurer la continuité de l'activité. En outre, la nomination d'un administrateur judiciaire ne semble pas avoir apporté une véritable amélioration.

La nouvelle réglementation allemande est plus simple que la précédente et devrait permettre d'écourter les opérations de redressement. Plus proche de la procédure britannique que de la réglementation américaine, elle permettra également de réduire le nombre des liquidations inefficaces en limitant les droits des créanciers privilégiés.

(1) Le présent article s'inspire de l'étude intitulée « Comparaison des régimes de redressement et de liquidation judiciaire aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne », de Julian R. Franks, Kjell Nyborg et Walter N. Torous et publiée par Financial Management à l'automne 1996.

(2) J. P. Olsen, « A restructuring of distressed bank debt : some empirical evidence from the UK », manuscrit inédit, London Business School, 1996.

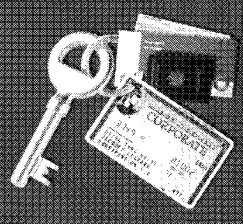
Carte Corporate American Express
Service Voyages d'Affaires



À vous de jouer.

Pour découvrir comment la Carte Corporate American Express et le Service Voyages d'Affaires Havas Voyages American Express peuvent vous aider à prendre des décisions, vous avez la clé :

appelez dès aujourd'hui le 01 47 77 78 74.



Réf. Com' Communication - Havas Voyages American Express - LI 092 01 0026 - American Express Carte France.

AMERICAN EXPRESS Corporate Services

Maîtriser ses frais professionnels pour les réduire.

HAVAS VOYAGES AMERICAN EXPRESS Voyages d'Affaires