

Les risques pris par les collectivités territoriales et les établissements publics locaux en matière d'emprunt

PRESENTATION

La dette des administrations publiques locales, dont les collectivités et établissements publics locaux représentent l'essentiel, s'élevait à la fin de l'année 2007 à 135,7 milliards d'euros, en progression sensible depuis 2003. La dette des hôpitaux s'élevait à la même période à 16,7 milliards d'euros. Cette dette est en augmentation depuis quelques années et cette tendance devrait se poursuivre.

La Cour a publié en novembre 1991 un rapport public particulier consacré à la gestion de la trésorerie et de la dette des collectivités territoriales. Elle avait alors relevé les difficultés rencontrées par certaines d'entre elles dans la gestion d'une dette qui s'est progressivement diversifiée après la banalisation du crédit au milieu des années quatre-vingt et la possibilité qui leur a été donnée d'utiliser des produits financiers dérivés, à fin de couverture du risque de taux d'intérêt.

Les chambres régionales et territoriales des comptes ont constaté l'apparition dans les comptes des collectivités et établissements publics locaux d'emprunts d'un type nouveau, associant dans un même contrat un emprunt bancaire et une clause sous-jacente construite à partir d'un ou plusieurs produits dérivés (contrats d'échange de taux d'intérêt ou options). Il est encore difficile de connaître, même de façon approximative, la place de ces produits dits « structurés » dans l'encours de la dette des collectivités et établissements publics locaux. Les conditions de leur emploi soulèvent cependant des interrogations et appellent des remarques sur lesquelles la Cour a jugé utile d'appeler l'attention.

I - Les questions soulevées par le recours aux emprunts dits « structurés »

Les collectivités locales, leurs satellites et les hôpitaux disposent d'une grande liberté pour emprunter et choisir leur mode d'indexation. Traditionnellement, elles le font à taux fixe ou à taux variable.

Dans la première hypothèse, la collectivité locale est assurée de connaître sa charge d'intérêts. Elle est protégée contre le risque de hausse des taux d'intérêt, mais ne pourra pas bénéficier de leur baisse.

Dans la seconde, le taux d'intérêt est calculé par référence à un indice auquel s'ajoute la marge de la banque. L'emprunteur ne connaît pas à l'avance le taux d'intérêt. Il est révisé périodiquement et automatiquement en fonction de l'évolution de l'indice de référence retenu. L'emprunteur supporte donc le risque de hausse des taux mais bénéficie en contrepartie de ses baisses.

A partir de ces deux formules, les établissements de crédit ont développé une gamme de « produits financiers dérivés » de deux natures :

- les engagements bilatéraux, tels que les swaps ou les « *forwards* », qui conduisent à transformer le mode d'indexation d'un encours existant ou futur ;
- les engagements unilatéraux, qui sont des options achetées à l'une des parties par l'autre en échange d'une prime.

Depuis quelques années, sont apparus des produits encore plus sophistiqués, appelés « produits structurés ». D'un point de vue économique, ces contrats intègrent dans un seul et même contrat un emprunt et un ou plusieurs produits dérivés, sous la forme le plus souvent d'une vente d'option(s) par l'emprunteur. Ces emprunts sont facilement reconnaissables puisque la clause qui définit le taux d'intérêt applicable comprend alors nécessairement un ou plusieurs « si ». Ils offrent à l'emprunteur, dans les premières années du contrat, un taux inférieur au marché, voire dans certains cas de 0 %.

A - Les problèmes de fond posés par les emprunts structurés

Les emprunts structurés sont potentiellement risqués, même si le risque qu'ils induisent n'est pas de même importance d'un produit à l'autre. Ils sont également opaques et d'un intérêt financier discutable.

1 - Des produits potentiellement risqués

La bonification du taux d'intérêt applicable en début d'emprunt est financée par la vente d'une (ou de plusieurs) options par la collectivité. L'importance de cette bonification dépend, pour l'essentiel, de deux facteurs : les anticipations d'évolution future du marché concerné par l'option et la volatilité de ce même marché. Dans ces conditions, plus l'emprunteur joue contre les anticipations d'évolution future du marché, et plus la prime est élevée. De la même manière, plus le marché est volatil, et plus la prime que peut espérer encaisser l'emprunteur est importante.

Pour l'essentiel, les emprunts dits « structurés » se répartissent en trois grandes familles, porteuses de risques différents.

a) Les produits à « barrière désactivante »

Le taux fixe bonifié payé est « désactivé » au profit d'un autre taux, le plus souvent variable, dès qu'un indice de référence dépasse un seuil (« barrière ») préalablement défini.

Le risque induit par ce type de produit peut être considéré comme peu important. En cas de franchissement de la barrière, l'emprunteur se retrouve dans la situation qui aurait été la sienne s'il avait décidé de souscrire un emprunt à taux variable. En contrepartie, le taux n'est généralement que faiblement bonifié, souvent voisin du taux de marché.

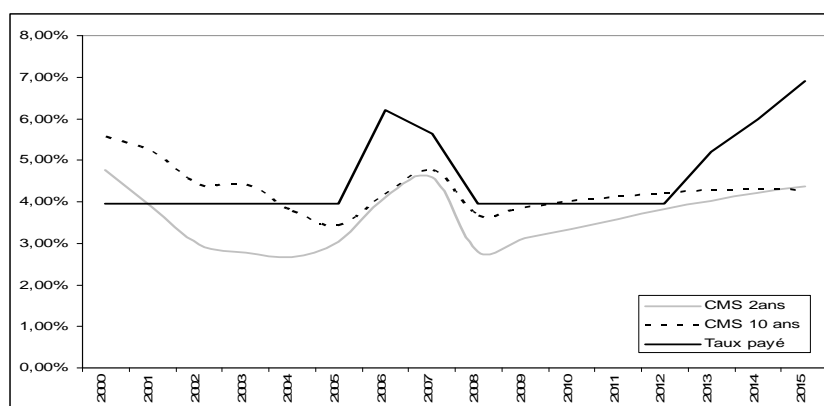
Ces emprunts ne sont dès lors intéressants que dans des situations d'assez grande stabilité des taux d'intérêt. A l'inverse, ils présentent la caractéristique peu courante de cumuler les inconvénients des taux fixes et des taux variables : en cas de forte baisse des taux, l'emprunteur n'en profite pas, en cas de hausse importante, son taux d'intérêt est directement impacté puisqu'il repasse automatiquement en variable.

En 2002, un hôpital avait conclu un emprunt de 5 M€, en trois tirages: le premier sur un taux d'intérêt ainsi défini : « 2,79 % (exact/360) si EURIBOR 12 mois post-fixé < 4,25 % ou EURIBOR 12 mois post-fixé sans marge sinon » ; le second tirage sur la base d'un taux de « 3,68 % (exact/360) si EURIBOR 3 mois < 5 % ou EURIBOR 3 Mois sans marge sinon » ; le troisième tirage sur un taux fixe de 4,46 %. Pour justifier ces choix complexes, l'hôpital avait indiqué qu'il avait le souci de se couvrir contre la hausse des taux, alors que les deux premiers tirages ne le protégeaient qu'en cas de hausse limitée des taux.

b) Les produits de pente

Le taux d'intérêt payé dépend dans ce cas de l'évolution de l'écart entre les taux courts et les taux longs et donc de la pente de la courbe des taux, d'où leur nom. La courbe des taux a pour objet de décrire comment évoluent, à un moment donné, les taux d'intérêt en fonction de la durée. Les taux longs sont, en principe, plus élevés que les taux courts parce qu'ils incorporent le risque lié à la durée du prêt. La courbe a normalement une pente positive mais elle peut s'aplatir et même exceptionnellement s'inverser. Le produit de pente garantit à l'emprunteur un taux fixe bonifié tant que la courbe des taux demeure suffisamment pentue, plus concrètement tant que l'écart entre un indice représentatif de l'évolution des taux à court terme, comme par exemple le CMS¹¹¹ un ou deux ans, et un indice représentatif de l'évolution des taux d'intérêt pour une durée d'emprunt plus longue, comme par exemple le CMS 10 ans, ne descend pas en dessous d'un certain seuil. Le taux fixe disparaît, si l'écart s'amenuise ou s'inverse, au profit d'un taux composite qui intègre l'écart du moment entre les taux, affecté d'un multiplicateur.

Exemple de taux payés et anticipés pour un produit de pente



* Dans cet exemple, le taux payé est 3,95 % si $(\text{CMS 10-CMS 2}) > 0,30 \%$, sinon $6,50 \% - 5 \times (\text{CMS 10-CMS 2})$.

Ces produits sont souvent présentés comme peu risqués par les établissements financiers, au motif que les situations d'aplatissement ou d'inversion de la courbe sont rares et transitoires. Ils deviennent cependant vraiment risqués lorsque le multiplicateur est très élevé pour

111) CMS = « swap de maturité constante », sur des durées de 1, 2, 5, 10, 20 ou 30 ans.

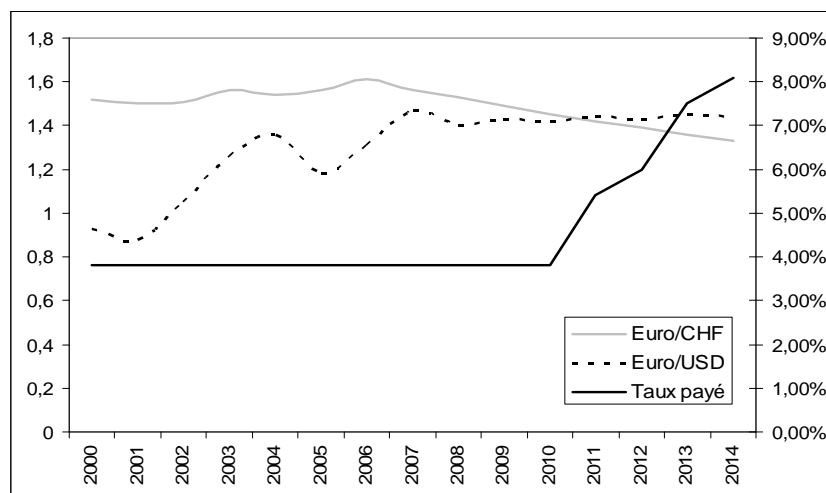
permettre d'offrir à l'emprunteur un taux zéro ou approchant, pendant les premières années de l'emprunt.

c) Les produits à barrière de change

Le taux d'intérêt payé est au départ un taux fixe bonifié, mais il dépend de l'évolution d'une parité monétaire (par exemple euro contre dollar ou même dollar contre franc suisse). Lorsque le seuil de parité prédéfini est franchi, le taux fixe bonifié est remplacé par un taux composite intégrant l'écart entre la parité-seuil et la parité du moment, affecté d'un multiplicateur. Des produits basés sur l'évolution de l'écart d'inflation entre deux pays ou deux groupes de pays existent aussi.

Le risque est ici également élevé, malgré les arguments de prêteur qui se fondent sur l'évolution passée des parités par rapport à l'euro, alors qu'il s'agit d'une monnaie récente. Il est lié à l'extrême volatilité des marchés des changes. L'évolution de la parité euro-dollar montre que des seuils apparemment infranchissables peuvent être dépassés, dans les deux sens, et dans des laps de temps parfois très courts.

**Exemple de taux payés et anticipés dans un produit
à barrière de change**



* Le taux payé est 3,80 % si $((EUR-CHF)-(EUR-USD)) > 1$,
sinon $4,80 \% - 0,3 \times ((EUR-CHF)-(EUR-USD))$.

En résumé, si le risque entre types d'emprunts n'est pas identique, ils ont en revanche pour point commun de reposer sur la même logique : plus la bonification de taux initiale est élevée, plus le risque de hausse future du taux est important.

Ce risque peut par ailleurs être accentué par différents facteurs, en particulier en cas de renégociation destinée à absorber, voire à masquer, les conséquences négatives de prises de position. En effet, lorsque l'emprunteur est susceptible de payer le taux dégradé, le prêteur lui propose souvent de renégocier le prêt, en évoluant vers une autre prise de risque. Lorsque la hausse possible n'est pas plafonnée, ce qui est généralement le cas des produits intégrant la vente de plusieurs options et donc l'application d'un important multiplicateur, les taux peuvent alors atteindre des niveaux dépassant les deux chiffres.

Le risque est également accentué lorsque la composante « volatilité » joue un rôle majeur dans le niveau de la bonification obtenue. La volatilité d'un marché peut être due à son étroitesse et donc à son manque de liquidité. Il est alors très difficile et très coûteux pour l'emprunteur de se dégager d'une position mal négociée, car il n'aura pas l'assurance de trouver facilement une contrepartie parmi les rares acteurs présents sur le marché en cause.

Enfin, la durée de ces prêts, 30 voire 40 ans, ajoute une dimension supplémentaire au risque puisque sur une telle durée, la probabilité que survienne une hausse importante des taux est bien entendu plus élevée. Une telle situation n'a, là encore, rien d'étonnant, puisque la maximisation de la durée du prêt est elle-même destinée à maximiser la prime payée par l'acheteur de l'option.

2 - Des produits opaques

L'association de l'emprunt à l'option n'apparaît pas clairement à la lecture des contrats proposés. Il n'est jamais précisé qu'il consiste, en fait, pour l'emprunteur, à vendre une option, ce qui revient à inverser les rôles respectifs et traditionnels de l'emprunteur et du prêteur. Dans ce cas, l'emprunteur va en effet garantir un taux au prêteur. De même, la marge du prêteur, c'est-à-dire les conditions de sa rémunération, et le taux appliqué en dehors de la phase de bonification, ne sont pas aisément décelables alors que pour les emprunts plus classiques et notamment pour ceux à taux variable, la marge applicable à un ou à des index proposés est un élément constitutif de l'offre. Ceci nuit à la mise en concurrence des propositions bancaires, à moins de demander aux prêteurs un produit aux caractéristiques identiques.

L'opacité a donc joué un rôle essentiel dans le succès de ces produits en atténuant les contraintes de la concurrence, dans un contexte, de désendettement des collectivités locales réduisant globalement les emprunts nouveaux, ce qui poussait les prêteurs à reconstituer leurs marges pour compenser leurs pertes en volume.

L'opacité de ces produits est accentuée par la complexité des concepts qui les sous-tendent et des clauses contractuelles qui en sont la traduction. Complexité et opacité ne sont pas de nature à éclairer les prises de décision. De nombreux exemples montrent en effet que l'ordonnateur et/ou l'assemblée délibérante sont souvent conduits à valider le recours à ces produits sur la base d'informations trop succinctes.

Le président d'un conseil régional avait validé le recours à un « prêt à taux fixe 2,96 % pendant 15 ans conditionné à l'évolution du LIBOR USD 12 M », alors qu'en réalité il s'agissait d'un prêt à « taux fixe 2,96 % tant que le LIBOR USD 12 M est inférieur ou égal à une barrière, sinon le taux (est) égal à 2,96 % + 5 (LIBOR USD 12 M – barrière) » avec une barrière située à 6,25 % de 2007 à 2014 et à 6,75 % de 2014 à 2022. Le président avait indiqué : « Accord pour vos propositions. Nous entrons dans une période de remontée des taux où il faudra privilégier les taux fixes (et) les possibilités de renégociations sans pénalités », sans se rendre compte qu'il prenait une décision en contradiction avec ces orientations.

3 - Des produits dont l'utilité pour l'emprunteur est discutable

Ces produits sont souvent présentés par les établissements financiers comme générant de fortes économies d'intérêt. Cela est vrai sur la période « bonifiée », mais cette économie peut s'avérer transitoire, si le marché n'est pas favorable à l'emprunteur. Les anticipations d'évolutions futures de taux d'intérêt ou de taux de change sont le résultat d'extrapolations de situations relevées sur les marchés à un instant donné. Il est donc possible de constater l'existence d'anticipations pouvant être analysées comme aberrantes économiquement et donc de spéculer sans trop de risque sur le fait qu'elles ne se réaliseront pas. En revanche, soutenir que ces produits seraient systématiquement gagnants revient à faire croire que les inventeurs de ces produits auraient trouvé une sorte de martingale financière au profit des emprunteurs, ce qui ne peut bien évidemment pas être le cas dans le cadre d'un jeu à somme nulle, au sein duquel les pertes et les gains des acheteurs et des vendeurs d'option doivent nécessairement s'équilibrer.

Pourtant, des informations exagérément optimistes, voire erronées, ont été données aux emprunteurs, leur garantissant une quasi-absence de risque ou bien que l'évolution de l'index leur serait nécessairement favorable.

*En janvier 2005, une banque écrivait à un établissement hospitalier pour un prêt de 6 M€ afin de lui signaler une opportunité de tirage qui lui semblait « particulièrement intéressante » au regard des « anticipations de nos économistes » avec un taux défini comme suit : 5,58 % - 2 * (CMS 15 ans post-fixé – CMS 1 an post-fixé).*

L'hôpital effectua le tirage. Les anticipations ne se confirmèrent pas puisque le taux de cet emprunt, situé au départ au niveau très favorable de 2,44 %, ressortait déjà, en septembre 2006, à 4,74 %.

L'usage de ces produits génère des coûts administratifs, voire de conseils importants, notamment pour suivre les positions et, le cas échéant, en sortir pour éviter de grandes difficultés.

Ni l'activité des collectivités et établissements publics locaux ou des établissements publics de santé, ni la gestion de leurs actifs ne génèrent généralement d'achat ou de vente de devises. Ces collectivités et établissements n'ont pas plus d'intérêt ou de motivation rationnelle à faire dépendre le montant de leurs frais financiers de l'évolution hypothétique de la courbe des taux, d'un écart entre deux taux d'inflation ou de la variation de deux parités monétaires.

Ainsi, un établissement de santé a choisi une indexation sur l'écart entre l'inflation européenne et l'inflation française (lorsque cet écart diminue, le taux du prêt augmente). Il a donc opté pour un index dont l'évolution naturelle tend à maximiser le taux d'intérêt de son prêt puisque l'existence de la zone euro a normalement pour effet de rapprocher les taux d'inflation des pays membres. L'hôpital a donc choisi un index qui non seulement n'a aucun lien avec son activité mais qui, de plus, apparaît contestable sur un plan économique et financier.

En définitive, le succès des emprunts dits « structurés » auprès des collectivités et établissements publics locaux et des hôpitaux semble avant tout dû à une stratégie commerciale efficace des établissements financiers, centrée sur des produits permettant d'opacifier la concurrence et de reconstituer des marges.

B - La place des produits structurés dans la dette des collectivités et établissements publics locaux

Les produits structurés ont une dizaine d'années d'existence, mais l'offre s'est surtout développée avec la remontée des taux d'intérêt à partir de 2003. Pour autant, il n'existe à ce jour aucune statistique publique fiable permettant de mesurer la part et le risque dans l'encours de dette globale.

Dans un contexte où le stock de dette des collectivités et établissements publics locaux et son coût vont probablement augmenter, conjointement avec la dégradation prévisible de leur situation financière, il paraît nécessaire qu'un recensement de la dette structurée des collectivités et établissements publics locaux soit mis en place, dans le prolongement des travaux entrepris par la direction générale des finances publiques.

Pour être réellement utile, ce recensement devrait d'ailleurs tenir compte d'une hiérarchisation des risques, variables selon les contrats.

Les travaux des chambres régionales et territoriales des comptes montrent pour leur part que toutes les catégories d'entités ont eu recours à des emprunts structurés, y compris des collectivités de petite taille. Ils montrent aussi que certaines peuvent avoir une dette constituée en quasi-totalité par ce type d'emprunt.

Un syndicat inter-hospitalier créé pour la construction d'un nouvel hôpital s'est ainsi endetté à hauteur de 76 M€ uniquement en emprunts structurés. Plusieurs collectivités locales ayant fait ou faisant l'objet de vérifications de chambres régionales des comptes ont une dette constituée pour plus des trois quarts de produits structurés à barrière de pente ou de change. Dans une telle hypothèse, l'argument de la diversification des risques, souvent avancé par les établissements financiers pour justifier l'intérêt du recours aux emprunts structurés, perd toute pertinence.

Les informations recueillies par la Cour auprès de plusieurs établissements de crédit laissent clairement penser que globalement, les collectivités et établissements publics locaux ont plus fait appel à ces produits que les autres agents économiques, et notamment les entreprises.

Un lien entre les difficultés financières rencontrées et le recours à ce type d'emprunts est souvent relevé. Les organismes les plus vulnérables sont ainsi fréquemment les plus exposés aux produits structurés, pour reporter le paiement des charges et améliorer artificiellement leur situation financière.

Un conseil régional a ainsi utilisé ces produits non seulement pour atténuer les conséquences sur les taux d'intérêt de mauvaises positions prises les années passées, mais aussi pour neutraliser, à plusieurs reprises, le remboursement du capital de sa dette, et ce par le biais d'une renégociation annuelle de l'ensemble de son encours.

Il ne saurait en être déduit que la situation financière des collectivités et établissements publics locaux serait globalement préoccupante du fait de ces produits. L'intensité du risque du taux n'est pas la même pour tous les emprunts structurés. Il est cependant établi que, dans certains cas, des risques excessifs ont été pris et sont susceptibles de peser sur la dette future de certaines collectivités ou établissements publics.

II - La nécessité de corriger l'asymétrie d'information financière

A - La valorisation, ou le prix du temps

La souscription d'un emprunt structuré, offrant à l'emprunteur un taux bonifié au cours d'une période initiale, permet de minorer à court terme ses charges financières. Dans ce cas, il n'est pas rare que le taux moyen de la dette soit ramené à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux du marché.

On observe fréquemment des situations comparables. Parmi celles-ci, une chambre régionale des comptes a relevé l'exemple d'une collectivité ayant contracté un produit structuré dans le cadre duquel elle bénéficiait d'un taux bonifié à 0 % sur trois ans, puis d'une indexation conditionnée à la pente de la courbe des taux affectée d'un effet de levier important sur les 17 années suivantes. Cette opération, qui se traduisait par un allongement significatif de la durée résiduelle de la dette de la collectivité, lui avait permis de ramener à 3,29 % en 2006 le taux moyen de la dette, soit pratiquement 100 points de base de moins que les taux moyens du marché. Une autre collectivité a affiché un taux moyen d'intérêt de sa dette de 2,21 % en 2007, pour une dette de 250 M€ présentée comme constituée à 90 % d'emprunts à taux fixe. Le taux moyen de l'indice EURIBOR 12 mois en 2007 était de 4,4489 %.

Si de tels montages permettent d'afficher à court terme un endettement particulièrement peu coûteux, et une amélioration de l'autofinancement de la collectivité, ils méconnaissent le prix du temps. Ils rendent équivalents des flux en réalité déterminés à des moments différents. Ils minorent l'effet de report dans l'avenir de charges différées au profit d'une bonification des conditions initiales. Ils font aussi courir un risque de taux plus élevé, l'échéance de la dette étant éloignée.

Les établissements de crédit qui ont conçu ces produits et les commercialisent ne donnent pas les informations financières nécessaires à la connaissance de leurs coûts.

Le coût d'un emprunt s'apprécie sur sa durée et compte tenu de l'ensemble de ses caractéristiques, au regard des flux de trésorerie dont il va provoquer le décaissement. L'évaluation d'un emprunt « classique » nécessite le recours à un calcul d'actualisation et l'établissement de la valeur actualisée nette (VAN) de l'emprunt. Cette technique consiste à ramener en date d'aujourd'hui un ensemble de flux à venir, en les actualisant au moyen d'une référence aux taux futurs. Elle permet de comparer des offres commerciales, de reconstituer la marge implicite du prêteur (en référence à des indexations classiques et représentatives des conditions de financement de l'emprunteur telles que le taux de l'EURIBOR + marge), et enfin, de mieux apprécier le coût du capital emprunté.

La valorisation des produits dérivés « traditionnels », qui s'échangent sur des marchés liquides, s'opère par référence à leur « valeur de marché », c'est-à-dire au prix auquel ils sont échangés entre un nombre suffisant d'acteurs. L'établissement du prix de marché d'un emprunt structuré nécessite dès lors sa décomposition en opérations successives et impose de recalculer l'ensemble des taux anticipés propres à chacune d'entre elles.

Dans le cas d'un emprunt structuré, les calculs de valorisation peuvent s'avérer très complexes. En effet, le coût dépend de la probabilité d'exercice de l'option vendue par la collectivité ainsi que de la volatilité des éléments sous-jacents comme par exemple des écarts de parité. Pour autant, il est important de l'obtenir et d'en connaître la portée.

B - Une information dans tous les cas perfectible

1 - La valorisation d'un emprunt structuré varie dans le temps

Les emprunts structurés constituent des contrats de gré à gré qui se caractérisent par l'articulation complexe d'une série d'opérations dérivées dont la probabilité d'exercice dépend de sous-jacents volatils et dont l'horizon de négociation est très éloigné dans le temps. Or plus les échéances sont lointaines et plus grande est la volatilité de sous-jacents par ailleurs peu liquides, plus délicate se révèle l'opération de valorisation et l'interprétation de l'information qu'elle procure. Les anticipations sur lesquelles repose la valeur de marché d'un prêt structuré ne sauraient être considérées comme une estimation immuable de son coût à long terme.

2 - L'évaluation financière comporte un certain degré de subjectivité

Les produits structurés sont des financements souvent extrêmement complexes. La détermination de leur valeur de marché est faite à partir de modèles mathématiques spécifiques et influencés par les hypothèses d'anticipation de l'évaluateur. A défaut de marché liquide, ils sont donc susceptibles de porter un risque d'évaluation.

Cependant, les collectivités sont théoriquement en mesure d'accéder à la valeur issue de ces modélisations mathématiques. Les prêteurs et les conseils financiers disposent couramment des outils nécessaires pour déterminer par exemple la valeur de la soultte, c'est-à-dire le montant de l'indemnité à verser au prêteur pour obtenir la résiliation du contrat. Cette valeur serait celle retenue pour informer des conditions théoriques de remboursement anticipé. Pour autant, elle peut diverger de celle qui serait déterminée au moment de la sortie effective. Il pourrait être recommandé, voire imposé, aux prêteurs de fournir cette information à la date de signature du contrat et préalablement à celle-ci, puis à chaque échéance.

C - Un outil indispensable

En dépit de ces limites, l'information que délivre la valorisation permet aussi bien de comparer, au moment de leur souscription, des offres bancaires parfois peu lisibles, que d'établir les conditions qui s'imposeraient à la collectivité si, considérant que ses charges ont atteint un niveau trop élevé, elle souhaitait s'en « défaire », en renégocier les termes ou en couvrir le risque. Elle constitue à ce titre un outil indispensable de suivi et de gestion des risques.

1 - Un outil de comparaison des offres bancaires.

En rendant comparables des flux décaissés à des rythmes et périodes différentes, la valorisation d'un emprunt permet de différencier des offres dont les formules d'indexations complexes peuvent se révéler peu lisibles. A ce titre, même si cette information ne peut être tenue pour pertinente que pour autant que les anticipations sur lesquelles elle se fonde gardent un sens, la valeur de marché permet de convertir, à un instant donné, un taux transformable sous certaines conditions en un taux fixe ou indexé étalé sur la durée de l'emprunt. Cette opération délivre une information essentielle, en ce qu'elle permet une correction du taux affiché à court terme et fait le plus souvent apparaître un taux largement plus défavorable que celle

qu'aurait pu obtenir la collectivité en recourant à des formules « classiques » d'endettement.

Les juridictions financières constatent que toutes les collectivités territoriales sont loin de recourir à un calcul de ce type, aussi nécessaire puisse-t-il paraître. Par exemple, un département a choisi en mai 2005 de s'endetter à hauteur de 40 M€ Parmi les 25 offres, très hétérogènes, qu'il avait reçues, il avait opté pour un produit structuré offrant un taux d'intérêt nul sur une première période, puis d'une indexation à 2,85 % tant que l'écart entre le taux à 30 ans et le taux à cinq ans resterait supérieur à 0,35 %. Dans l'hypothèse contraire, la collectivité s'engageait à payer un taux de 6,9 % assorti d'un coefficient multiplicateur de l'écart entre les deux taux. Cette option avait notamment prévalu sur la proposition d'un prêt indexé au taux variable EURIBOR + sept points de base (0,07 %), représentatif du coût auquel empruntait habituellement la collectivité, sans qu'aucune valorisation de la formule choisie n'étaye le choix effectué.

2 - Le seul moyen d'apprécier les conditions de liquidation ou de renégociation d'un emprunt

Le basculement sur un taux d'intérêt dégradé peut engendrer un alourdissement des charges financières susceptibles de peser de manière excessive sur l'équilibre financier d'une collectivité. Cette dernière peut alors choisir de liquider sa position d'emprunteur ou d'en renégocier les termes. Elle doit, à cette fin, verser une soulte, représentative du manque à gagner pour la contrepartie bancaire. Le calcul de cette soulte résulte de l'actualisation des flux de trésorerie futurs liés au remboursement du capital restant dû. Le prix de la soulte est d'autant plus élevé que les conditions d'indexation de l'emprunt se sont dégradées. En d'autres termes, la pénalité dont devra s'acquitter la collectivité variera en proportion de son besoin de renégocier.

En 2007, un département a opté pour le réaménagement d'une partie significative du produit de pente à taux fixe bonifié et à barrière désactivante qu'il avait souscrit en 2005. Réalisée à la demande de la chambre régionale des comptes compétente, la valorisation de l'opération, portant sur un capital restant dû supérieur à 18 M€, a fait apparaître une soulte de 2,379 M€, équivalente à un taux EURIBOR + 155 points de base (1,55 %), ce qui en l'occurrence est particulièrement élevé.

Le réaménagement d'un prêt dont les références d'indexation se dégradent (parallèlement à la valeur de marché de l'emprunt) s'opère le plus souvent à l'initiative du prêteur. Il n'est alors pas rare que celui-ci

présente la renégociation comme une opération gagnante de gestion active de la dette.

Les juridictions financières ont relevé de nombreuses situations similaires à celle d'un établissement public de coopération, ayant réalisé en 2007 une opération de 2,1 M€ sur 40 ans intégrant un financement long terme et un contrat d'échange de taux d'intérêt. Cette formule lui permettait de ne pas payer de frais financiers pendant 20 ans et de bénéficier d'un différé de remboursement du capital de 10 ans. L'indexation du prêt était construite sur des écarts de parité (euro/dollar et euro/franc suisse). A la date de l'opération, la juridiction financière a chiffré la perte actualisée encourue par la collectivité à plus de 300.000 €, soit l'équivalent d'un taux d'EURIBOR + 103 points de base (1,03 %).

Dans ces circonstances, les établissements de crédit ne remédient pas naturellement à l'asymétrie d'information dans laquelle se situent beaucoup de leurs clients.

Les juridictions financières relèvent le cas illustratif d'un établissement financier proposant à une collectivité la renégociation d'un emprunt de 40 M€ indexé à 3,65 % pour le refinancer à 0 % sur une période de bonification initiale, et appuyant sa démonstration sur un chiffrage des frais financiers économisés à cette occasion. La valorisation de cette nouvelle proposition lui aurait donné les moyens d'apprécier dans quelle mesure la soule dont il s'était cru exempté avait été répercutée voire alourdie dans le coût du nouvel emprunt. Faute d'avoir procédé à un calcul de ce type, l'emprunteur ne disposait que d'arguments concourant à démontrer la performance de sa gestion active de dette dans le cadre du recours à des produits structurés.

3 - La valorisation des instruments de couverture

Pour éviter une indexation élevée sur un produit structuré, la collectivité peut faire le choix de neutraliser le risque de taux auquel est exposé son encours de dette par le biais d'instruments financiers souscrits à des fins de couverture, tels que des contrats d'échange de taux d'intérêt. Lorsqu'ils sont parfaitement adossés à l'élément couvert, ces contrats permettent en effet de neutraliser le déclenchement d'un taux pénalisant. La collectivité fait alors apparaître un produit en déduction de ses charges financières. A terme, cependant, si les conditions ayant entraîné le basculement de l'indexation se retournent, la collectivité est exposée au risque de payer durablement la référence dégradée dans la cadre du contrat d'échange de taux d'intérêt. Elle peut être dès lors conduite à « déboucler » sa position, c'est-à-dire à revendre son contrat de couverture. Dans ce cas également, seule la valorisation de l'instrument permet à la collectivité de

connaître la soulte qu'elle devra verser pour s'en défaire, c'est-à-dire la perte ou le gain latent associé à ce contrat.

L'état réglementaire exigé par l'instruction comptable M14 en annexe aux documents budgétaires et au compte administratif des communes ne permet d'apprécier que les seuls flux de charges et produits générés par les contrats de couverture. Il autorise de ce fait des présentations tronquées de l'information financière en permettant l'enregistrement de produits isolés et temporaires, sans référence à la valorisation parfois très lourdement négative des positions agrégées d'une même collectivité.

L'exemple d'une collectivité ayant réalisé une opération d'échange de taux d'intérêt pour un encours de dette de plus de 9M€ est à cet égard éclairant. En l'absence d'une obligation de valorisation de l'ensemble de ses positions, la collectivité s'était ainsi contentée de souligner l'efficacité de sa gestion en invoquant un produit financier cumulé de 437 000 €, encore accru par le débouclage d'un contrat et l'encaissement d'une soulte de 83 000 €. La collectivité omettait de mentionner que la valeur de marché des instruments conservés établissait à 110.000 € ses pertes latentes pour des contrats qui, à l'inverse de ceux dont elle s'était défaire, étaient susceptibles d'engendrer d'importantes charges financières sur les prochains exercices.

En dépit de ses limites et des précautions avec lesquelles il convient d'en interpréter les résultats, la valorisation constitue un outil essentiel de gestion des risques liés à un emprunt structuré. L'information qui en résulte ne se substitue pas à une analyse préalable des risques que la collectivité accepte d'encourir en prenant un pari sur la rentabilité d'une opération susceptible de se traduire par un report dans le futur de charges potentiellement élevées. Elle constitue néanmoins le seul moyen de comparer les offres au moment de leur souscription et permet de corriger un taux en apparence bonifié en tenant compte des anticipations du marché concernant l'évolution des variables de l'indexation sur la durée totale de l'opération. Elle est également le seul moyen d'apprécier les conditions auxquelles la collectivité peut réaménager ou couvrir une position d'emprunteur devenue défavorable. Elle permet de rétablir la symétrie de l'information entre le prêteur et l'emprunteur.

III - Améliorer la transparence dans la gestion de la dette des collectivités et établissements publics locaux

On ne sait pas quels fondements économiques et financiers peuvent conduire des collectivités et établissements publics locaux à décider d'indexer les taux d'intérêt de leur dette sur l'évolution d'une parité monétaire, d'un écart entre deux taux d'inflation ou sur la pente de la courbe des taux du marché interbancaire. De tels choix révèlent la réalisation d'opérations consistant à parier avec un banquier sur l'évolution d'indices ou de valeurs économiques sans lien avec l'activité ou le financement de l'emprunteur. Ils s'apparentent à une démarche spéculative et de ce fait, sont critiquables.

Les collectivités et établissements publics locaux peuvent engager de telles opérations au nom de la liberté qui leur a été donnée de négocier les taux d'intérêt et les conditions financières de leur dette. Le principe de libre administration des collectivités territoriales ne fait cependant pas obstacle à ce que les placements financiers des collectivités et établissements publics locaux soient strictement réglementés par la loi, garante de l'intérêt général, qui interdit toute prise de risque et n'autorise que l'achat de titres garantis par l'Etat.

On est donc conduit à s'interroger sur l'intérêt d'une intervention du législateur qui tendrait à limiter, voire interdire, le recours par les collectivités et établissements publics locaux à des contrats dans lequel l'emprunteur achète une bonification du taux d'intérêt – donc une diminution artificielle de ses charges financières – en reportant ces charges dans un futur plus éloigné, au moyen d'un risque d'exposition à des indices ou des valeurs économiques sans lien avec son activité ou son financement.

A défaut de telles mesures, la Cour recommande aux autorités de l'Etat de remédier aux insuffisances des règles actuelles en matière de gestion de la dette et de la trésorerie des collectivités et établissements publics locaux, qui ne permettent pas aujourd'hui de garantir la transparence, ni sur l'effet des décisions de recourir à l'emprunt, ni sur ses conséquences financières et comptables, ni sur les conditions de choix d'un prêteur. A cette fin, la Cour propose de revaloriser le rôle des assemblées délibérantes, d'améliorer l'information comptable et de rendre plus claires les modalités de choix en matière d'emprunt.

A - Revaloriser le rôle des assemblées délibérantes

1 - Mieux encadrer les pouvoirs de l'autorité exécutive en matière de recours à l'emprunt

Les dispositions du code général des collectivités territoriales autorisent les assemblées délibérantes des communes, des départements, des régions et des établissements publics de coopération intercommunales à déléguer au bureau, à la commission permanente ou à l'autorité exécutive, la charge de procéder, dans les limites qu'elle a fixées, aux opérations financières utiles à la gestion des emprunts, y compris les opérations de couverture des risques de taux d'intérêt et de change et de passer à cet effet les actes nécessaires.

Seule une circulaire conjointe des ministères de l'Intérieur et de l'Economie et Finances du 4 avril 2003, visant exclusivement les opérations de couverture des risques de taux d'intérêt et de change, est venue préciser le contenu de la délégation à l'exécutif de la collectivité, afin d'assurer la bonne information de l'assemblée délibérante en amont de la contractualisation des opérations de couverture. Chaque contrat de couverture doit donner lieu à une délibération spécifique et l'assemblée délibérante se trouve ainsi en mesure de connaître la nature et l'importance du risque couvert.

Il n'en est pas de même pour les emprunts structurés qui combinent un contrat d'emprunt avec un ou plusieurs produits dérivés. L'assemblée délibérante accorde, en effet, une délégation globale applicable à l'ensemble des emprunts à contracter annuellement par la collectivité, et ne recourt pas à des délégations spécifiques pour chaque contrat. Les produits dérivés intégrés dans les emprunts structurés ne font alors l'objet d'aucune autorisation spécifique si bien que ces emprunts sont contractés, le plus souvent, sur la base de délégations ne fixant aucune limite aux montants en cause et aux types de contrats visés.

S'agissant des établissements publics de santé, le directeur de l'établissement est seul compétent pour la conclusion des contrats d'emprunt (article L. 6143-7 du code de la santé publique), de quelque nature que ce soit. Il conviendrait de rétablir l'obligation d'une intervention préalable du conseil d'administration précisant les limites dans lesquelles peuvent être conclus des contrats d'emprunt exposant à un risque d'augmentation du taux d'intérêt.

2 - Mieux associer l'autorité budgétaire aux choix en matière de gestion de la dette et de la trésorerie

Les dispositions du code général des collectivités territoriales imposent l'organisation, au sein des assemblées délibérantes des collectivités et établissements publics locaux, d'un débat annuel sur les orientations générales du budget et sur les engagements pluriannuels envisagés. Il apparaît souhaitable que ce débat soit en partie consacré à la gestion de la dette.

La dette ne finance qu'une part minoritaire des investissements (moins de 15 % en moyenne) et sa place dans le budget des collectivités et établissements publics locaux est moins importante que celle des dotations de l'Etat ou de la fiscalité. Elle constitue toutefois la seule ressource non définitive et porte des risques intrinsèques, dont certains sont décrits ci-dessus.

Par ailleurs, comme il l'a déjà été signalé, les exécutifs locaux disposent généralement d'une délégation de compétence souvent très étendue pour contracter des emprunts.

Il serait donc souhaitable que la loi soit complétée de telle sorte que, à l'instar de la pratique déjà mise en œuvre dans certaines collectivités territoriales, un rapport approfondi soit obligatoirement présenté chaque année par l'exécutif à son assemblée délibérante, au cours duquel seraient débattues les orientations retenues pour la gestion de la dette financière.

Ce rapport prévoyant notamment les conditions de couverture des risques de taux d'intérêt des emprunts, soit par le recours à des instruments de couverture spécifiques, soit par le recours à des emprunts structurés, permettrait de délimiter plus rigoureusement les délégations de compétence données à l'exécutif par l'assemblée délibérante en matière de gestion de la dette financière.

Sur la base des conditions ainsi fixées, un rapport annuel de l'exécutif à l'assemblée délibérante devrait également rendre compte, tant pour les emprunts nouveaux, que pour les emprunts renégociés, de la nature et du montant des emprunts ou des instruments de couverture souscrits, des risques inhérents aux contrats en cause et des mesures de contrôle interne mises en place pour en assurer le suivi.

B - Améliorer l'information comptable

Faute d'un référentiel adapté, le cadre comptable applicable aux collectivités territoriales et à leurs établissements ne permet pas de rendre compte fidèlement de la réalité économique des contrats d'emprunt structurés et d'en constater la nature et les effets au sein des états financiers, en dépit des principes auxquels se réfère la comptabilité locale.

Cette circonstance a indéniablement constitué un facteur contribuant à un développement non régulé de ces produits.

La perspective d'une certification, à terme, des comptes des collectivités et établissements publics locaux ne fait que renforcer la nécessité d'étudier, dès à présent, les pistes permettant de mieux garantir la bonne information qu'ils sont censés délivrer.

1 - Mieux garantir le respect de principes comptables fondamentaux

La comptabilité a vocation à retracer fidèlement les droits et obligations d'une entité et doit s'efforcer de donner une image fidèle de son patrimoine et de sa situation financière.

Les normes comptables applicables aux collectivités ne prévoient aucune disposition spécifique aux « produits structurés ». Il n'est donc pas procédé à une comptabilisation séparée des emprunts et des produits dérivés qui leur sont liés.

L'absence d'étalement, sur la durée de l'emprunt, de la charge financière liée à ces produits structurés méconnaît le principe de correct rattachement des charges de fonctionnement à l'exercice. La minoration temporaire des charges financières enregistrées par la collectivité au cours des premières années suivant la souscription ou le réaménagement de ces contrats résulte en effet de l'octroi d'un taux bonifié conditionnel et limité dans le temps. En d'autres termes, la charge représentative des intérêts courus sur la période bonifiée est reportée dans le temps.

Il a ainsi été observé qu'un département avait artificiellement amélioré son résultat grâce à un emprunt structuré comportant une première phase au cours de laquelle le taux d'intérêt était fixé à 0 %. Pour un emprunt à taux fixe sur 20 ans, et à amortissement constant, la collectivité aurait dû acquitter à un taux de marché de 4,40 % environ 1,7 M€ de frais financiers, soit en l'occurrence 35 % de plus que le total des intérêts payés et comptabilisés sur l'exercice.

La comptabilisation indistincte de l'emprunt et des instruments qui lui sont associés méconnaît en outre le principe de non-contraction des charges et produits de fonctionnement. La minoration des charges financières traduit, en effet, l'encaissement par la collectivité d'une prime liée aux options implicitement vendues à la banque, sans qu'il soit procédé à sa constatation.

Ces deux types d'entorses aux principes comptables, inhérentes à la nature même des emprunts structurés, justifient d'étudier sans délai les pistes visant à améliorer la qualité de l'information délivrée par les comptes locaux, et notamment les règles de provisionnement des risques financiers et l'information financière à publier en annexe au budget et aux comptes.

2 - Provisionner le risque financier

Les pertes latentes liées à la détention des produits structurés ne sont actuellement pas reflétées dans les comptes des collectivités.

Si le code général des collectivités territoriales (CGCT) mentionne que « les dépenses obligatoires comprennent notamment (...) les dotations aux provisions », il énumère un nombre limité de cas dans lesquels les communes doivent constituer une provision dont ne font pas partie les risques financiers liés à l'endettement.

L'absence de toute comptabilisation des risques encourus par les collectivités detentrices de produits structurés s'accorde pourtant mal avec le principe de prudence, dont s'inspirent les instructions budgétaires et comptables en référence à la définition qu'en donne le plan comptable général (PCG). L'article 120-3 du PCG précise en effet que « la comptabilité est établie sur la base d'appréciations prudentes, pour éviter le risque de transfert, sur des périodes à venir, d'incertitudes présentes susceptibles de grever le patrimoine et le résultat de l'entité ». Il rappelle en outre que « le provisionnement constitue l'une des applications du principe de prudence contenu dans le plan comptable général. Il s'agit d'une technique comptable qui permet de constater une dépréciation ou un risque ou bien encore d'étaler une charge ».

L'hypothèse d'un provisionnement obligatoire et systématique du risque engendré par les emprunts structurés se heurte cependant à plusieurs difficultés :

- la certitude ou la forte probabilité de la sortie de ressource qu'engendrera ce risque et la possibilité d'évaluer avec un degré de fiabilité suffisant les pertes latentes sur la durée totale de l'opération. Il convient à ce titre de rappeler les limites rencontrées par les techniques de

valorisation appliquées aux emprunts structurés, eu égard à l'horizon temporel couvert par les anticipations auxquelles elles recourent et de la volatilité des sous-jacents sur lesquels repose l'indexation future ;

- l'impact budgétaire de la charge de provisionnement, compte tenu des règles d'équilibre qui sont imposées aux collectivités locales. Une charge de provisionnement excessive nécessiterait une augmentation de la fiscalité pour rétablir l'équilibre de la section de fonctionnement, alors même que le risque financier reste potentiel et situé à un horizon de plusieurs années. Il est dès lors probable que la réglementation comptable autoriserait parallèlement la neutralisation de la charge de provision par une écriture d'ordre en comptabilité budgétaire et en comptabilité générale, de recette (crédit) à un compte de recette exceptionnelle, en contrepartie d'une dépense (débit) à un compte venant s'inscrire en négatif dans les fonds propres au bilan de la collectivité. La constitution d'une provision ne serait donc que pur affichage et, ce qui est plus pervers, sa neutralisation rendrait le bilan de la collectivité insincère puisque, d'un côté on afficherait une obligation de provisionnement et, de l'autre, on effacerait son incidence (son apport à l'abondement des réserves) au bilan de la collectivité.

- l'absence de comptes dédiés aux provisions pour risques liés à l'endettement dans le plan comptable applicable aux collectivités.

Il est pourtant nécessaire que ces difficultés soient surmontées, dans la mesure où l'inadaptation des référentiels comptables applicables aux collectivités et établissements publics locaux a favorisé le développement non régulé des produits structurés. Une adaptation de ce référentiel paraît donc indispensable et le nouveau conseil de normalisation des comptes publics devrait en être saisi.

Ce choix nécessiterait d'adapter le plan de comptes et les instructions comptables en conséquence. Le caractère obligatoire de cette provision doit cependant faire l'objet d'une réflexion approfondie.

3 - Améliorer l'information financière à publier en annexes des budgets et des comptes

La solution du provisionnement n'est en tout état de cause pas exclusive de mesures visant à enrichir l'information fournie en annexe à l'assemblée et aux citoyens, en vue de leur permettre d'apprécier avec plus de finesse la nature des engagements contractés par la collectivité. Les lacunes de l'information produite en annexe ne contraignent pas les exécutifs locaux à délivrer aux assemblées délibérantes et aux citoyens une information transparente concourant à l'appréciation de la situation financière et patrimoniale de la collectivité. Ce faisant, elles n'incitent pas

non plus les gestionnaires à s'intéresser à des éléments au demeurant essentiels de pilotage et de contrôle des engagements et des risques auxquels ils se sont exposés.

L'instruction comptable applicable aux communes prévoit ainsi la production, en annexe au budget et au compte administratif, d'une annexe retraçant la ventilation de la dette par type de taux (taux fixes sur la durée de vie du contrat, taux indexés sur la durée du contrat, plusieurs tranches de taux ou emprunts avec options).

Ce document devrait théoriquement permettre d'isoler, dans l'encours d'une collectivité, les emprunts structurés dont l'indexation initialement bonifiée dépend par la suite de la réalisation de conditions sur lesquelles la collectivité n'a pas de prise. Or, les investigations des chambres régionales et territoriales des comptes révèlent des lacunes importantes dans la mise en œuvre de cette obligation de transparence, dont il résulte qu'il ne constitue pas un outil permettant d'individualiser et d'apprécier la part et la nature des emprunts structurés :

- ponctuellement, ce tableau peut ne pas être produit, alors qu'il est requis par l'instruction applicable ;

- de manière générale, ce tableau se révèle faiblement lisible et inadapté aux emprunts structurés, compte tenu de l'imprécision des libellés des types de taux à renseigner ;

- les collectivités y transcrivent souvent une information erronée : par exemple, elles les assimilent à des emprunts à taux fixe des contrats structurés dont l'indexation est en réalité conditionnelle et susceptible d'évoluer.

Par ailleurs, la valeur de marché des emprunts structurés n'est pas mentionnée en annexe. Cette déficience de l'information prive le lecteur des états financiers des moyens d'apprécier et de suivre le coût de liquidation ou de renégociation d'emprunts, coût dont la détérioration traduit en général l'anticipation de charges à venir accrues.

Il convient en outre de souligner que si les contrats d'échange de taux d'intérêt font l'objet d'une annexe spécifique, leur valorisation n'est pas exigée par les textes applicables aux collectivités, contrairement à ce que prévoient les référentiels applicables aux entreprises (PCG, normes IFRS) ou à l'Etat. Seuls sont en effet retranscrits les flux de charges et de produits engendrés depuis leur souscription. L'absence de mention de leur valeur de marché ne permet donc en aucune manière de connaître la soulté dont devrait le cas échéant s'acquitter la collectivité, si elle choisissait de déboucler tout ou partie de ses positions.

Les juridictions financières recommandent en conséquence d'enrichir substantiellement les annexes aux projets de budget et aux comptes administratifs et notamment :

- de clarifier le libellé des types de taux en fonction desquels doivent être classés les emprunts, de manière à prendre en compte les spécificités des produits structurés
- d'assortir ce tableau d'une description adéquate des éléments susceptibles de faire varier le taux des emprunts souscrits par la collectivité

de valoriser les emprunts structurés comme l'ensemble des instruments de couverture détenus par la collectivité à leur valeur de marché.

C - Améliorer la transparence des modalités de choix

Les emprunts des collectivités territoriales sont considérés comme des contrats de droit privé. De ce simple fait, ils ne sont pas soumis à la réglementation des marchés publics. Le code des marchés publics exclut d'ailleurs de son champ d'application les « accords-cadres et marchés de services financiers relatifs à l'émission, à l'achat, à la vente et au transfert de titres ou d'autres instruments financiers et à des opérations d'approvisionnement en argent ou en capital des pouvoirs adjudicateurs »¹¹². Il en résulte que la réglementation française n'impose, en matière d'emprunt des collectivités et établissements publics locaux, aucune des règles fondamentales propres à la commande publique : la liberté d'accès, l'égalité de traitement et la transparence.

Cette situation est généralement expliquée par la spécificité du marché des prêts aux collectivités et établissements publics locaux, où il est jugé nécessaire de prendre rapidement des décisions qui ne peuvent être entravées par une excessive formalisation des procédures. Cet argument doit être pris en compte. Pour autant, il existe une marge entre l'application aux emprunts des collectivités et établissements publics locaux d'une réglementation des marchés publics jugée inadaptée et l'absence de toute règle assurant la transparence et la comparabilité des offres en ce domaine. L'intérêt général attaché à la transparence des finances locales pourrait justifier une intervention du législateur sur ce point.

112) Code des marchés publics, article 3 -5°.

Les collectivités et établissements publics locaux souhaitant recourir à l'emprunt ne sont pas aujourd'hui tenues d'élaborer un cahier des charges écrit, explicitant les objectifs poursuivis en matière de gestion de dette et les besoins de financement auxquels doit répondre l'emprunt qu'elles envisagent de mobiliser. Ce cahier des charges permettrait pourtant de mieux valoriser et comparer les offres reçues, de justifier la solution retenue et d'assurer une plus grande transparence dans les décisions de contracter des emprunts. Il donnerait également l'occasion à la collectivité emprunteuse de mieux définir au préalable les caractéristiques et les objectifs des emprunts qu'elle souhaite contracter, plutôt que de devoir choisir entre des offres peu homogènes et difficilement comparables entre elles, ne répondant pas nécessairement à un besoin qui ne peut être satisfait que dans la mesure où il a préalablement été défini.

Dans le contexte d'une offre bancaire de plus en plus diversifiée et hétérogène, cette étape préalable est la condition nécessaire pour bénéficier des avantages de la concurrence. Elle serait particulièrement utile dans les cas de renégociation d'emprunt. Le recours aux produits structurés va en effet souvent de pair avec la renégociation des emprunts contractés, notamment lorsque l'impact des clauses sous-jacentes et la réalisation du risque risquent de provoquer une augmentation du taux d'intérêt applicable à l'échéance. Cette stratégie adoptée sans discernement est de nature à rendre la collectivité emprunteuse captive de son prêteur. Elle ne devrait être mise en œuvre que sur des bases permettant de bénéficier de plusieurs offres concurrentes.

D'une manière générale, il appartient aux collectivités et établissements publics locaux de mieux définir et préciser leur stratégie de recours à des instruments financiers complexes à des fins de réduction de la charge de leur dette. Cette stratégie doit être précisément arrêtée, transcrite dans des instructions préalables auxquelles les gestionnaires de la dette devront se référer. Elle doit être approuvée par l'autorité délibérante. La comptabilité doit en refléter tous les aspects, les gains obtenus comme les risques et les pertes latentes qu'elle induit.

CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

Même s'il demeure encore mal connu dans son ampleur et si tous les contrats conclus ne sont pas porteurs du même niveau de risques, le recours de plus en plus important des collectivités et établissements publics locaux à une dette structurée soulève de multiples interrogations sur l'évolution future de la charge de la dette du secteur public local, dans un contexte où le besoin d'endettement comme les tensions sur les

comptes locaux vont augmenter. Si la situation des marchés financiers a contribué depuis 2006 à l'augmentation de cette charge, la crise actuelle démontre en outre la possibilité de réalisation de risques dont la probabilité a longtemps été sous estimée.

Il résulte des analyses de la Cour et des chambres régionales et territoriales des comptes que la gestion de la dette des CEPL manque de transparence. Des outils doivent être rapidement développés pour mieux prendre en compte les risques tant dans les décisions de recourir à l'emprunt que dans la comptabilité des CEPL.

L'autonomie généralement accordée aux exécutifs dans les décisions relatives à la gestion de la dette devrait être contrebalancée par une surveillance accrue de la part des assemblées délibérantes – qui doivent garder la maîtrise de la stratégie de gestion de la dette – et par un renforcement des règles de transparence, tant en ce qui concerne l'information comptable que les conditions de choix en matière d'emprunt.

Pour répondre à ces objectifs, les propositions de la Cour s'articulent autour de trois axes de travail :

- *préciser le rôle des assemblées délibérantes, par :*
 - *un encadrement plus précis des compétences attribuées aux autorités exécutives en matière d'emprunt ;*
 - *l'organisation d'un débat annuel sur l'état de la dette et sa stratégie de gestion future ;*
 - *améliorer l'information comptable :*
 - *en adaptant le référentiel comptable, afin de prendre en compte la nécessité de provisionner les risques financiers inhérents aux produits structurés ;*
 - *en retraçant notamment la valeur de marché des emprunts structurés et des produits dérivés souscrits à des fins de couverture, en annexe des comptes ;*
 - *en poursuivant, au niveau national, le recensement de l'état de la dette des CEPL ;*
 - *mieux formaliser les procédures de comparaison des offres bancaires, afin de garantir l'exercice d'une concurrence équilibrée et transparente.*
-

**RÉPONSE DU MINISTRE DU BUDGET, DES COMPTES PUBLICS
ET DE LA FONCTION PUBLIQUE**

J'ai porté une grande attention à ce rapport qui souligne les interrogations soulevées par les emprunts dits « structurés » et les risques financiers que ce type de produit bancaire peut faire peser sur les collectivités locales.

La récente crise financière a mis en lumière les dérives financières de quelques collectivités territoriales et établissements publics locaux qui ont eu recours, de manière parfois excessive, aux emprunts dits « structurés ».

Des exemples largement médiatisés ont pu laisser penser que nombre d'organismes publics locaux français se seraient hasardés depuis des années à spéculer sur les marchés financiers et que leur dette serait largement constituée de produits potentiellement très risqués.

Sans minimiser les risques qui pèsent sur les budgets de certaines collectivités territoriales et de certains établissements publics locaux, ces financements et leur part dans l'encours de dette globale de ces organismes ne sont pas de nature, eux seuls, à créer un risque financier et budgétaire systémique.

Il convient donc d'avoir une approche nuancée de ces emprunts structurés, qui ont pu permettre d'alléger la charge financière des collectivités sur les dernières années. Tous ne sont pas porteurs des mêmes risques. En effet, dans cette catégorie d'emprunts figurent aussi bien les formules les plus standards pour lesquelles les risques ne sont finalement pas plus importants que pour un emprunt "classique" indexé sur la même référence, que celles les plus complexes et les plus risquées (barrières sur change, effets de levier, effets de cliquet) pouvant conduire certaines collectivités ou établissements publics à devoir payer des taux d'intérêt élevés.

S'agissant de la restriction du recours aux emprunts structurés, l'opportunité d'une intervention du législateur devra être étudiée, notamment en concertation avec les associations d'élus dont l'avis sur la question devra être recueilli ; à minima, à défaut d'une telle intervention, une circulaire pourrait préciser les règles applicables, à l'instar de celle du 15 septembre 1992 sur les produits de couverture de taux, qui rappelait l'exigence d'intérêt général et l'interdiction des opérations spéculatives auxquelles peuvent être assimilés certains produits bancaires.

Pour autant, je partage dans leur ensemble vos constats et les recommandations que vous formulez, en particulier sur le recensement et l'analyse des risques et l'amélioration de l'information financière et comptable.

En ce qui concerne le recensement et l'analyse des risques, je vous informe que j'ai déjà engagé une série de mesures afin d'améliorer la transparence et l'information sur les produits structurés. Ainsi mes services recenseront les emprunts structurés dans l'encours des collectivités locales et publieront tous les ans une étude sur la situation globale de celles-ci au regard des emprunts structurés.

Dans le même temps, la direction générale des finances publiques a lancé, dès l'automne 2008, une enquête auprès de l'ensemble des comptables publics afin de détecter les organismes publics locaux susceptibles de rencontrer des difficultés, notamment du fait d'une exposition excessive aux risques des marchés financiers. En particulier, il leur a été demandé de recenser les emprunts structurés dans l'encours global.

Par ailleurs, suite à une réunion le 3 novembre 2008 avec la ministre de l'Intérieur, de l'Outre-mer et des Collectivités territoriales, la ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, les associations nationales d'élus locaux et les principaux réseaux bancaires prêteurs du secteur public local, il a été convenu de la rédaction d'une Charte de bonne conduite entre les collectivités emprunteuses et les banques prêteuses.

Enfin, en matière d'amélioration et de renforcement de l'information financière et comptable, la Cour pointe deux problématiques : celle relative au provisionnement et celle relative à la description comptable de l'emprunt et des produits dérivés.

S'agissant du provisionnement, il convient de rappeler que le régime comptable applicable aux communes a été débattu par le comité des finances locales dans sa séance du 1^{er} mars 2005. Il avait été souhaité, après de vifs débats, que la notion de risque, justifiant une provision, soit mieux circonscrite. Dans sa version issue du décret du 27 décembre 2005, l'article R.2321-2 du code général des collectivités territoriales a précisé que, hors les cas de provisions relatives à l'ouverture d'un contentieux, d'une procédure collective et du défaut de recouvrement, les communes peuvent décider de constituer des provisions dès l'apparition d'un risque avéré. Dès lors, et bien que l'article L.2321-2 du CGCT cite les provisions au nombre des dépenses obligatoires, il peut arriver que des communes exposées à un risque ne l'aient pas provisionné.

Les départements, qui appliquent sur ce point les dispositions du Plan Comptable Général (PCG), demeurent dans une situation juridique différente puisque leurs provisions ne sont pas limitativement énumérées et qu'ils ont donc l'obligation de provisionner tout risque. Au terme de l'expérimentation de l'instruction M71 actuellement en cours, les régions seront dans un dispositif identique à celui des départements.

Rien n'interdit donc, dès à présent, aux collectivités confrontées à un risque avéré, de le provisionner pour autant qu'elles soient en mesure de l'évaluer. Au delà du principe du provisionnement, une des difficultés objectives à laquelle se trouvent confrontées les collectivités concerne bien l'évaluation de cette charge potentielle (complexité des contrats et difficulté à mobiliser les informations nécessaires à l'évaluation du risque). Les travaux en cours concernant l'amélioration de l'information financière, coordonnés par M. GISSLER, inspecteur général des finances, pourraient déboucher sur des recommandations pour mieux préciser les modalités de constitution des provisions.

Quant à l'enregistrement des produits structurés, je rappelle que le PCG, qui inspire les normes du secteur public local (cf. article 52 du décret n°52-1587 du 29 décembre 1962), énonce les principes ici applicables. Compte tenu de la complexité du sujet, je vous propose que mes services et les représentants concernés des juridictions financières se réunissent pour approfondir les axes de réflexion dégagés par le présent rapport.

Sur la base des résultats de cette concertation préalable, ce sujet pourra être soumis à la réflexion du Conseil de Normalisation des Comptes Publics, créé par l'article 115 de la loi n°2008-1443 du 30 décembre 2008 portant loi de finances rectificative pour 2008, lorsqu'il sera mis en place. Il m'apparaît en effet important que toute évolution s'inscrive dans le cadre des normes à la fois nationales et internationales.

Enfin, je partage votre volonté de revaloriser le rôle des assemblées délibérantes. La réflexion sur ce thème relève de la compétence des services de la Ministre de l'Intérieur, de l'Outre Mer et des Collectivités Territoriales.
