



CONCOURS INTERNE D'ADMINISTRATEUR TERRITORIAL

SESSION 2014

Note de synthèse à partir d'un dossier portant sur la spécialité :

Economie

EPREUVE N° 15

Durée : 4 h

Coefficient : 4

SUJET :

L'instabilité de la finance globale : son impact sur les finances publiques nationales et locales.

DOCUMENTS JOINTS

Document n° 1	« Les facteurs structurels de la hausse de l'endettement public dans les pays avancés ». Banque de France • Documents et débats • N° 4 • mai 2012	Page 3
Document n° 2	« Des subprimes à la dette souveraine, autopsie des crises ». Julie de la Brosse, publié par l'Express et l'Expansion, le 16/07/2010	Page 7
Document n° 3	« Crise de la dette souveraine » – Société Générale, 13/04/2014, Site internet : https://www.societegenerale.com/fra	Page 10
Document n° 4	« Les Dérivés : risques et bénéfices », John Vahey, Lauren Oppenheimer, Momagri, Third way, 9 avril 20014	Page 12
Document n° 5	« L'assemblée générale annuelle de l'ISDA soulignera la valeur économique des produits dérivés de gré à gré » Business Wire, le 08/04/2014	Page 15
Document n° 6	« Emprunts toxiques : Bercy cherche la parade à la censure du Conseil constitutionnel ». Le Monde, le 12/01/2014 Par Patrick Roger ré »,	Page 17
Document n° 7	« Tout comprendre des emprunts toxiques en 10 questions », Le Monde.fr, le 18/03/2014, par Mathilde Damgé	Page 19

Document n° 8	« Pourquoi les emprunts toxiques sont des emprunts spéculatifs », le 14 mars 2014, Par Patrick Saurin - Mediapart.fr	Page 22
Document n° 9	"Dexia a été prise au piège de la crise mondiale systémique de 2008 ", Le Monde du 19.07.2013 Par Anne Michel	Page 35
Document n° 10	« Dexia : une faillite immense et impunie », Martine Orange, Médiapart, le 19 juillet 2013	Page 36
Document n° 11	« Rapport n°4030 de la commission d'enquête sur les produits financiers à risque souscrits par les acteurs publics locaux », Assemblée Nationale, 6 décembre 2011, Président M. Claude BARTOLONE, Rapporteur M. Jean-Pierre GORGES, Députés (extraits)	Page 42
Document n° 12	«Tableau des emprunts structurés par contrepartie », extrait du rapport 4030	Page 47
Document n° 13	«Synthèse des propositions», extrait du Rapport n°4030	Page 48
Document n° 14	«Question écrite sur les dettes structurées », de Jacqueline Maquet, Assemblée nationale, 12/03/2013	Page 50

NOTA :

- 2 points seront retirés au total de la note sur 20 si la copie contient plus de 10 fautes d'orthographe ou de syntaxe.
- **Les candidats ne doivent porter aucun signe distinctif sur les copies :** pas de signature (signature à apposer uniquement dans le coin gommé de la copie à rabattre) ou nom, grade, même fictifs. Seuls la date du concours et le destinataire, (celui-ci est clairement identifié dans l'énoncé du sujet) sont à porter sur la copie.
- Les épreuves sont d'une durée limitée. Aucun brouillon ne sera accepté, la gestion du temps faisant partie intégrante des épreuves.
- Lorsque les renvois et annotations en bas d'une page ou à la fin d'un document ne sont pas joints au sujet, c'est qu'ils ne sont pas indispensables.

Les questions relatives aux finances publiques, longtemps réservées aux spécialistes, sont revenues au cœur des préoccupations actuelles du fait de la crise économique et financière. Toutefois, la question de la dynamique de la dette publique n'est pas nouvelle.

Si la situation présente peut sembler préoccupante à de nombreux égards, on tente, dans ce chapitre, de montrer comment on en est arrivé là, la crise n'ayant servi en fait que de simple révélateur ou d'amplificateur d'une situation préalable structurellement déséquilibrée dans un certain nombre de pays. Autrement dit, si la crise économique et financière est à l'origine d'une part importante des déséquilibres actuels, elle ne peut pas être rendue responsable d'une situation qui lui préexistait, en particulier dans les pays aujourd'hui les plus fragilisés.

1 | LA MONTÉE TENDANCIELLE DE L'ENDETTEMENT PUBLIC DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS

Depuis le début des années soixante-dix, on assiste à une montée tendancielle et durable des niveaux d'endettement public¹.

Les facteurs à l'origine de la dégradation des finances publiques sont multiples. Tout d'abord, la structure des dépenses des États a clairement évolué tant pour assurer une régulation de l'économie que pour organiser la redistribution des richesses entre les agents. Les dépenses sociales (santé, retraites, soutien aux bas salaires...) ont ainsi progressé rapidement. Le développement du secteur public s'est traduit par la hausse des dépenses courantes, qu'il s'agisse des transferts sociaux ou de la masse salariale publique, et notamment du financement d'effectifs publics croissants. Parallèlement, dans de nombreux pays, seules les dépenses d'investissement, de subventions et de transferts en capitaux ont reculé, en poids dans le PIB et en part dans le montant total des dépenses publiques, alors même que le développement de nouveaux besoins aurait pu les pousser à la hausse (subventions aux entreprises innovantes, protection de l'environnement, recherche et développement, éducation, infrastructures²...). Cette déformation des comptes publics s'insère dans un contexte de vieillissement de la population qui va peser négativement et de façon structurelle, à moyen terme, et de façon variable selon les pays, sur le potentiel de croissance des États tout en générant des pressions à la hausse sur les dépenses publiques.

Dans un premier temps, ces déformations se sont révélées relativement indolores sur le plan économique, du fait de ratios budgétaires (déficit et dette publics en pourcentage du Produit intérieur brut - PIB) assez faibles et d'épisodes de forte inflation non anticipée. Des taux d'intérêt réels bas, voire négatifs, ont alors contribué à contenir la progression de la dette. Cependant, à partir du début des années quatre-vingt, le contrôle (donc une meilleure anticipation) et la réduction de l'inflation ainsi que le net ralentissement de la croissance ont contribué à révéler les déséquilibres latents. En effet, quand l'inflation est correctement anticipée, elle se répercute dans les taux d'intérêt nominaux et perd son rôle d'érosion de la valeur réelle de la dette publique.

Par ailleurs, les recettes publiques n'ont pas assez progressé pour compenser le creusement des déficits des comptes sociaux. De nombreux pays se sont trouvés confrontés à des déficits publics répétés et croissants, alors même que, pour éviter un effet « boule de neige » produit par des taux d'intérêt réels désormais nettement supérieurs à la croissance, il aurait fallu, au contraire, réaliser des excédents primaires. Pourtant, si presque tous les pays ont vu au cours de cette période

1 Bouthouillain (C.) (2006) : « Les stratégies de désendettement du secteur public : enseignements des expériences étrangères », Bulletin de la Banque de France n° 154, octobre. Cf. <http://banque-france.fr/publications/bulletins-de-la-banque-de-france/les-bulletins-de-la-banque-de-france.html>

2 Notons toutefois que, pour quelques pays de dépenses de cette nature, certains pays font exception.

s'inverser le signe de l'écart entre taux d'intérêt apparent de la dette et taux de croissance du PIB, tous n'ont pas réagi en mettant en œuvre des réformes permettant d'augmenter ou de rétablir des excédents primaires durables c'est-à-dire un solde budgétaire positif hors charge de la dette. Certains comme le Canada, l'Espagne, la Suède ou la Belgique ont assaini leurs finances publiques (cf. ci-dessous), d'autres (France, Allemagne, Grèce...) n'ont pas engagé de larges consolidations budgétaires dans les années quatre-vingt-dix ou la première partie des années deux mille.

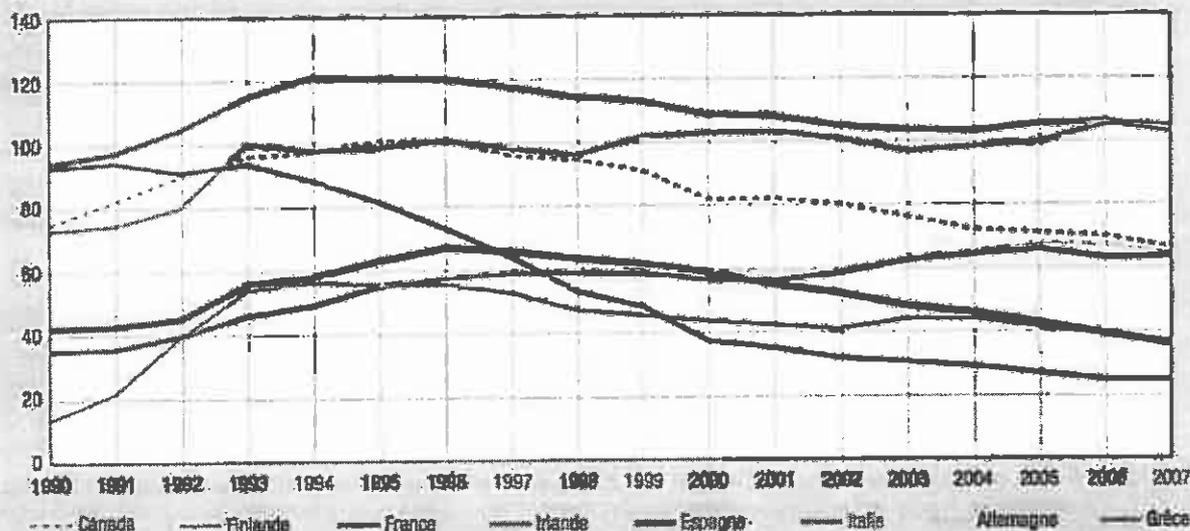
2 | AVANT LA CRISE DE 2007, CERTAINS PAYS AVAIENT RÉUSSI À ASSAINIR LEURS FINANCES PUBLIQUES À PARTIR DU MILIEU DES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX

La consolidation des finances publiques passe le plus souvent par une réforme des transferts aux agents privés. En effet, les systèmes de protection sociale mis en place après la seconde guerre mondiale, à un moment où les taux de croissance étaient élevés, se sont révélés difficiles à financer avec des taux de croissance du PIB nettement plus faibles et des caractéristiques sociologiques différentes des années cinquante (durée de vie, temps de travail, âge et structure par âge de la population).

Toutefois, les expériences de plusieurs pays montrent qu'une action est possible pour réduire durablement le ratio de dette. Ainsi, en 2005, se côtoyaient des pays tels que la Finlande et l'Espagne, ayant réussi à ramener leur ratio de dette publique largement sous le seuil de 60 % et continuant même de le réduire et d'autres pays comme la France, l'Allemagne ou la Grèce dont le ratio de dette était à la fois plus élevé et toujours en augmentation. En fait, pour certains pays ayant fortement assaini leurs finances publiques entre 1996 et 2007 (tels que le Canada), la situation était devenue tellement insoutenable qu'il leur a fallu agir sans attendre, à la différence des situations françaises et allemandes, qui ne justifiaient pas encore qu'une action s'impose aux décideurs.

Ratio de la dette publique

(en % du PIB)



Source : FMI, World Economic Outlook

Le Canada est donc souvent présenté comme le meilleur exemple d'assainissement des finances publiques. La crise subie par ce pays au début des années quatre-vingt-dix a fait apparaître un déséquilibre budgétaire ³. Ainsi, la dette totale a dépassé 100 % en 1995 (dont 75 % imputables aux finances fédérales). Une réforme profonde a été mise en place dès 1993 (*Fiscal Spending Control Act* de 1992) s'articulant sur les principes suivants : (i) définition d'un objectif de déficit public de moyen terme raisonnable ; (ii) mise en place d'un audit général des finances publiques afin d'éliminer les dépenses non efficaces ; (iii) consultation de grande ampleur pour impliquer les parties prenantes. Ces efforts ont permis au Canada, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, de ramener le ratio de dette total de plus de 100 % en 1995 à environ 70 % en 2005.

De son côté, la démarche espagnole d'assainissement budgétaire s'est inscrite dans le cadre du respect des critères de Maastricht pour accéder à l'euro. La grave crise connue par le pays au début des années quatre-vingt-dix l'a incité à cet effort face à une dégradation insoutenable de ses finances publiques. Mais les résultats de la réforme initiée en 1994 n'ont été obtenus que grâce à une croissance de l'activité très forte liée au rattrapage, largement supérieure à celle de la zone euro. Par ailleurs, d'autres réformes ont été engagées, notamment celles des retraites, de la fiscalité des sociétés et des ménages. L'Espagne a ainsi ramené son ratio de dette publique de plus de 85 % en 1993 à environ 40 % en 2006.

Enfin, les pays du nord de l'Europe, touchés au début des années quatre-vingt-dix par une grave crise bancaire accompagnée d'une forte récession économique, ont simultanément consolidé leurs finances publiques et réformé en profondeur la structure de leur budget ainsi que leur processus institutionnel. Ces mesures ont permis à la fois de réduire nettement et durablement l'endettement public et de se doter d'une structure budgétaire évitant de reproduire les dérives passées. Par exemple, en Suède, le ratio de dette a été réduit de 25 points entre 1996 et 2005 pour atteindre 60 % et la sensibilité du budget à l'activité économique, autrefois très marquée, a été réduite, ce qui a limité les erreurs de prévision et stabilisé les finances publiques.

3| UN NOMBRE IMPORTANT DE PAYS INDUSTRIALISÉS ONT ABORDÉ LA CRISE DE 2007 AVEC UN NIVEAU D'ENDETTEMENT ÉLEVÉ

3|1 Le niveau d'endettement de la France a été croissant depuis plus de 25 ans

Comme le soulignait le rapport « Pébereau » ⁴ paru en décembre 2005, les finances publiques françaises faisaient déjà l'objet d'une attention soutenue avant la crise de 2007. En effet, durant une trentaine d'années, la dette financière des administrations publiques n'a cessé d'augmenter : elle a été multipliée par cinq entre la fin des années soixante-dix et le milieu des années deux mille et dépassait les 1 100 milliards d'euros fin 2005. Le ratio de dette publique est, quant à lui, passé d'environ 20 % à environ 65 % en 25 ans. Dès 2002 pour l'Allemagne et 2003 pour la France, les pays dits « moteurs » de l'Union européenne ne respectaient plus le critère de ratio de dette inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance qu'ils avaient eux-mêmes soutenu lors de la mise en place de la monnaie unique ⁵.

³ Le Canada a, en effet, accumulé des déficits puis la croissance a ralenti et la situation très dégradée du pays (déficit élevé, taux d'intérêt très élevés, situation budgétaire non soutenable) a convaincu l'ensemble des acteurs économiques (population, décideurs politiques, autorités monétaires) de la nécessité de consolider de façon drastique.

⁴ Ce rapport intitulé « Des finances publiques au service de notre avenir » a été établi par une commission présidée par Michel Pébereau alors président de BNP Paribas. Cette mission lui avait été confiée par Thierry Breton, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, afin notamment de mettre en évidence les conditions dans lesquelles la dette publique française s'est constituée.

⁵ Cf. notamment les 2 480 et 2 548^e sessions du Conseil des Affaires économiques et financières des 21 janvier et 25 novembre 2003

Dans le cas de la France, les économistes et les observateurs s'accordent pour dire que l'augmentation de la dette n'est pas due à des circonstances exceptionnelles telles que des taux d'intérêt trop élevés ou des taux de croissance trop faibles. Elle est le résultat des déficits récurrents des administrations publiques depuis 25 ans. En effet, le niveau de prélèvements obligatoires des administrations publiques françaises ne permettait pas de financer des dépenses dont le niveau était encore plus important. Comme le souligne le rapport Pébereau, l'augmentation de l'endettement public a été considérée comme une ressource publique à part entière et la diminution de la dette publique n'a que rarement été un objectif prioritaire. Ainsi, le processus d'assainissement des finances publiques opéré pour respecter les critères de Maastricht, afin d'intégrer la zone euro en 1997, n'a-t-il été que partiel.

312 Le niveau d'endettement des pays industrialisés est globalement déjà très élevé au moment où se déclenche la crise financière

Les niveaux d'endettement observés dans les grands pays industrialisés apparaissent historiquement élevés et à des niveaux record en période de paix et de stabilité institutionnelle. Ainsi, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estime qu'à la fin de 2006, les engagements financiers bruts des administrations publiques⁶ atteignaient déjà 60,8 % du PIB aux États-Unis, 74,5 % pour la zone euro⁷ et 172,1 % pour le Japon. Les chiffres d'Eurostat⁸ portant sur la dette publique brute confirment cette tendance de fond puisqu'en 2006, le ratio de dette publique s'élevait à 68,5 % pour la zone euro, à 107,3 % pour la Grèce, à 63,9 % pour la France, à 106,1 % pour l'Italie, à 67,9 % pour l'Allemagne et à 63,9 % pour le Portugal entre autres.

C'est pour cette raison que les économistes décrivent généralement la crise comme le révélateur et l'amplificateur d'un problème structurel et latent qui est celui de l'endettement dans les pays industrialisés depuis une trentaine d'années.

6 Les données concernant les engagements financiers bruts ne sont pas toujours comparables entre pays en raison d'une définition ou d'un traitement différents des composantes de la dette de chaque pays. En particulier, ces données incluent la partie provisionnée des engagements financiers des gouvernements au titre des retraites de leurs employés pour certains pays de l'OCDE (dont l'Australie et les États-Unis). La dette de ces pays est donc surévaluée par rapport à celle des pays qui ont des engagements importants au titre de pensions par répartition.

7 Seulement 68,5 % si l'on considère la dette brute des administrations publiques suivant la définition dite de « Maastricht ».

8 Ces données respectent la définition de la dette brute dite de « Maastricht ».

Document n°2 - « Des subprimes à la dette souveraine, autopsie des crises ». Julie de la Brosse, publié par l'Express et l'Expansion, le 16/07/2010

La nature de la crise : une crise de la dette privée.

Grâce aux taux très bas pratiqués par la Fed, les ménages américains ont abusé des crédits pendant toute la décennie 2000, pour acheter leurs logements. Des crédits hypothécaires, c'est à dire garantis par la valeur du bien, dans un marché qui ne cesse de grimper, doivent permettre à tous d'accéder à la propriété. Y compris les plus défavorisés, les plus à risques, les clients dit "subprime", pour qui les prêteurs concoctent des formules de prêts apparemment très attractives... mais in fine plus coûteuses. Toutes reposent sur des taux variables : si les taux de la Fed baissent, les remboursements coûtent moins cher. Mais si les taux de la Fed augmentent, c'est le contraire. Et c'est là que les choses se compliquent.

Le détonateur : le retournement du marché immobilier américain

Tant que les prix de l'immobilier progressaient, tout allait pour le mieux dans le meilleur des mondes. Cette hausse servait même à garantir des prêt à la consommation. Mais, dès le printemps 2007, la hausse des taux de la Fed provoque un retournement du marché immobilier. Dès lors, c'est le cercle infernal. Lorsque l'emprunteur ne peut plus rembourser, sa défaillance ne peut plus être compensée par la vente du bien hypothéqué, puisque la valeur de ce dernier baisse. Résultat, les ménages américains sont de plus en plus nombreux à être incapables de rembourser leurs prêts.

Le diffuseur : la titrisation

En soi, cela ne représentait pas des sommes pharamineuses. Malgré tout, seule une petite partie des ménages américains étaient dans une situation délicate. Mais pendant toute cette période, un système financier ultra-complexe s'était mis en place. C'est ce qu'on a appelé la titrisation. Pendant des années, les banques et les hedge funds se sont amusées à découper les crédits immobiliers en tranches et à les incorporer à d'autres produits financiers complexes, dotés d'une rentabilité supposée imbattable. Ces produits ont été vendus un peu partout et se sont largement diffusés sur la planète finances, mais quand leurs détenteurs se sont aperçus qu'ils étaient pourris, cela a entraîné un mouvement de panique. Tout le monde a voulu vendre, mais il n'y avait pas d'acheteur. Résultat, une perte de confiance, un assèchement brutal de la liquidité et le gel du marché interbancaire, poussé au paroxysme dans les semaines qui suivent la chute de Lehman Brothers.

Le maillon faible : le système bancaire

La crise des subprimes a révélé la faiblesse du système bancaire. En effet, ces opérations de titrisation ont été réalisées dans la plus parfaite opacité, sans que personne ne sache à quel niveau il était exposé ou non au risque subprime. Aujourd'hui encore, certaines banques continuent de déprécier des dizaines de millions d'euros sur ces actifs pourris.

Qu'est-ce que la crise grecque ?

Les difficultés de la Grèce ne datent pas de la crise des subprimes. Le pays a creusé ses déficits pendant des années. Tout allait bien tant que la croissance était élevée et permettait de les financer. Mais avec la crise économique qui a commencé en 2008, tout s'est retourné. La Grèce présentait par ailleurs d'autres faiblesses, parmi lesquelles un fort taux de fraude fiscale et une importante économie souterraine.

Le détonateur : les mensonges sur le déficit

En octobre 2009, le nouveau Premier ministre, Georges Papandréou, révèle que le gouvernement précédent a caché la gravité de la situation des finances publiques. La dette du pays est à 115% du PIB, et le déficit supérieur à 10%. La surprise est importante pour les marchés qui considéraient jusqu'alors la dette publique grecque comme particulièrement sûre. Pour preuve jusqu'en 2007, la Grèce se finançait aux mêmes taux que l'Allemagne. Ça change très vite... Les agences baissent la notation de la dette publique grecque, c'est à dire qu'ils estiment que la Grèce est de moins en moins capable de rembourser. En quelques semaines, un véritable vent de panique s'installe sur les marchés. *"Cette crainte s'est diffusée d'autant plus vite que les marchés se sont souvenus qu'un Etat pouvait bel et bien faire faillite"*, explique Henri Sterdyniak, économiste à l'OFCE.

Le diffuseur: les CDS

Depuis la faillite de Lehman Brothers en effet, plus rien aux yeux des investisseurs ne semble impossible. Certains, à l'image de quelques hedge funds ou grandes banques américaines, ont donc décidé de profiter de la situation en spéculant sur l'hypothèse d'un défaut de la dette grecque. Pour ce faire, ils ont acheté des CDS sur la Grèce, ces fameux contrats qui permettent de se protéger d'un éventuel défaut de paiement. La hausse de la demande sur les CDS a fait progresser leur prix, et cette hausse des prix a été interprétée comme une indication objective du risque de défaut de la Grèce. Résultat, pour prêter à la Grèce, les marchés se sont mis à exiger des taux d'intérêt de plus en plus élevés, supérieurs à 10%. Intenable.

Les liens avec la crise des subprime

La crise de la dette grecque n'a a priori pas de lien avec celle des subprime. *"Avec des déficits de cette ampleur, la Grèce comme d'autres pays européens couraient de toutes façons au désastre"*, analyse Henry Sterdyniak. Il n'empêche, la crise des subprime a eu un effet d'accélérateur. Les Etats ont été contraints de multiplier les plans de sauvetage et les mesures de relance pour ne pas laisser s'effondrer une économie meurtrie par les subprimes. Pour cela, ils ont été contraints d'emprunter pour prendre directement à leur charge les dettes du secteur bancaire. Et la dette privée s'est muée en dette publique, au moment même où la croissance était en berne. Résultat, leurs déficits ont progressé. Celui de la Grèce, le plus mauvais élève, a plus que doublé en deux ans, avec un énorme impact sur la dette.

Le maillon faible : le système bancaire, encore

Comme les subprime, la crise grecque n'aurait pas dû être un drame à l'échelle mondiale. *"L'économie de la Grèce correspond à celle de quatre ou cinq départements français à peine"*, rappelle ainsi l'économiste Jean-Hervé Lorenzi. En réalité, c'est encore l'instabilité du système financier qui a permis à cette crise de se propager. *"Dans la crise grecque en effet, personne n'a été capable de mesurer l'ampleur réelle de la situation. Personne n'a su arrêter la spirale, et les pouvoirs publics n'ont pas su réagir à une situation plus psychologique que réelle. Fureur, les outils de clairvoyance du système, comme les agences de notation, ont ajouté à la panique. Et il a fallu très rapidement venir au secours du système financier"*. De fait, s'il était impossible de laisser la Grèce faire faillite, c'est par crainte d'un effet domino sur d'autres Etats. Or si les banques européennes pouvaient sans doute se relever de la faillite de la Grèce, on entrerait dans l'inconnu en cas de défaut de paiement de l'Espagne ou du Portugal, par exemple. Une fois encore, il a donc fallu sauver les banques... celles-là mêmes qui ont activement participé à l'explosion de la crise.

Qu'est-ce que la crise de l'euro ? La nature de la crise : une crise budgétaire

Elle aussi, la crise de l'euro est en germe depuis longtemps. Les Etats de la zone euro ont en effet accepté d'abandonner la souveraineté monétaire, et donc la possibilité de dévaluer, mais pas de perdre la main sur l'autre instrument du policy mix, la politique budgétaire. Il y a autant de politiques budgétaires que de pays membres. Elles sont censées être coordonnées par le pacte de stabilité, mais beaucoup de pays ne l'ont pas respecté, sans se faire sanctionner. Ils sont donc nombreux à se retrouver dans une situation délicate, où ils n'ont plus aucune marge de manoeuvre pour relancer leur croissance.

Le détonateur : la crainte de la contagion

C'est le cas de la Grèce évidemment, mais aussi de l'Espagne et du Portugal. Les agences de notation ont abaissé les notes de ces Etats, obligeant ces derniers à mettre en oeuvre des plans de rigueur pour redresser leurs finances publiques. Une austérité qui s'est propagée dans toute l'Europe, même parmi les pays les plus sûrs comme l'Allemagne ou la France. Avec à la clé le risque d'un impact négatif sur la croissance, et la peur d'un long hiver économique au bout duquel la zone euro éclaterait forcément. Dans ce scénario en effet, évoqué par certains économistes comme Joseph Stiglitz ou encore Nouriel Roubini, certains pays seraient tentés de sortir de l'euro pour pouvoir dévaluer, et rendre leurs exportations plus compétitives afin de relancer leur croissance. Un pari risqué, qui a pesé sur la valeur de l'euro, en chute libre, ce qui témoigne d'un manque de confiance.

Les diffuseurs : les CDS

Comme lors de la crise grecque, ce sont les CDS sur les pays les plus fragiles de la zone euro qui ont largement contribué à déstabiliser la monnaie unique. Selon une anecdote qui a fait le tour de la presse financière internationale, le 8 février, les plus gros "hedge funds" américains se seraient réunis à New York, pour un dîner dans un hôtel de Manhattan, à l'invitation d'un courtier. Pendant ce repas festif, ils auraient décidé de se liguer pour faire chuter l'euro et le ramener au niveau du dollar.

Quels sont les liens avec la crise grecque ?

C'est la peur de contagion de la crise grecque à l'ensemble de la zone qui a fini par semer le doute sur la pérennité de l'euro. L'annonce du plan de sauvetage de la Grèce n'a pas calmé les marchés et la peur d'un retour du risque systémique a pointé le bout de son nez. *"Tous les signes étaient réunis, expliquait récemment l'économiste Michel Aglietta à L'Expansion : la hausse des taux obligataires, la chute des indices boursiers et les difficultés de financement sur le marché interbancaire"*. Il a fallu que les Etats s'engagent à venir en aide aux autres pays susceptibles de tomber. Ils ont concocté un giga plan de secours pouvant aller jusqu'à 750 milliards d'euros, basé sur un surcroît d'endettement des pays les plus sains pour secourir les plus atteints.

Le maillon faible : les institutions de l'Europe

Pour de nombreux économistes, la crise de l'euro est arrivée parce que l'incohérence des institutions a éclaté au grand jour. *"Le principal enseignement de la crise grecque, c'est que la zone euro est une construction artificielle et périssable, estime Elie Cohen, directeur de recherche au CNRS. Les Européens le savaient déjà, mais désormais le monde entier en est conscient"*. Pour que la zone euro survive, les pays qui la composent doivent désormais s'atteler à une construction institutionnelle qui permette de mieux coordonner la politique économique et de se mettre ainsi à l'abri des mouvements erratiques des marchés. Un nouveau pas dans l'intégration, qui ne va pas de soi.

Avec l'accroissement rapide de la dette des États occidentaux, celle-ci est devenue un sujet de préoccupation pour les marchés. En 2010-2011, la crise de la dette souveraine a conduit l'Union européenne à mettre en place un dispositif pour protéger la zone euro. Malgré les premiers signes de reprise, le poids de la dette reste aujourd'hui un facteur de risque pour nombre de pays occidentaux.

Qu'est-ce qu'une dette souveraine ?

Ce terme désigne une dette émise par un émetteur souverain, c'est-à-dire en général un État. Une dette souveraine peut être formée de titres d'emprunts émis par le Trésor public d'un pays, de crédits bancaires ou d'institutions d'État, de prêts d'autres États ou d'institutions supranationales. Les titres concernés peuvent être négociables sur les marchés.

Pourquoi parle-t-on de « crise de la dette souveraine » ?

Depuis le début de la crise financière, certains pays européens ont connu une très forte progression de leur dette publique, liée notamment à l'augmentation de leurs dépenses pour soutenir leur économie ou venir en aide à leur système bancaire.

Le poids accru de la dette souveraine

- Grèce : 169 % du PIB au 2^e trimestre 2013 (contre 107 % en 2007)
- Espagne : 92 % du PIB (presque x 3 depuis 2007)
- Italie : 133 % du PIB (contre 103 % en 2007)
- Portugal : 131 % du PIB (x 2 depuis 2007)
- États-Unis : 105 % du PIB (contre 64 % en 2007)
- Irlande : 126 % du PIB (x 5 depuis 2007)
- France : 94 % du PIB (contre 64 % en 2007)

De la crise grecque au mécanisme européen de stabilité

En Europe, la crise de la dette éclate en 2010 lorsque le déficit et la dette publique grecs affolent les marchés. Cette panique est aggravée par la spéculation de certains investisseurs qui parient sur un défaut de paiement de l'État grec. Les marchés se mettent à exiger de la Grèce, pour son refinancement, des taux si élevés que son économie ne peut les assumer. Le risque est celui d'un défaut de paiement grec, d'un éclatement de la zone euro, et d'une propagation de la tempête financière aux autres économies de la périphérie de la zone euro (Grèce, Italie, Irlande, Portugal et Espagne).

En mai 2010, les pays européens et le FMI refinancent la dette grecque en échange d'un plan d'austérité budgétaire drastique. Les États de la zone euro et la Banque centrale européenne imaginent ensuite en un temps record des mécanismes permettant de ramener les marchés des dettes souveraines à des comportements plus mesurés. Des plans d'aide sont élaborés pour les différents pays en difficulté. Ces actions permettent de créer des conditions stables pour entamer les réformes structurelles, parfois très lourdes, qui sont nécessaires dans les pays touchés.

Néanmoins, en mars 2012, la dette vis-à-vis du secteur privé a été restructurée avec une perte substantielle pour les investisseurs, donnant ainsi lieu au premier défaut souverain de la zone euro.

Un État peut-il ne pas rembourser sa dette ?

L'épisode grec est loin d'être le premier. En effet, des défauts souverains ont eu lieu dans le passé récent. On peut citer le cas de l'Argentine en 2002 ou de la Russie en 1998. Il convient de noter que, contrairement au cas des restructurations des dettes d'entreprises, il n'existe pas de mécanisme de mise en faillite pour les États, ce qui complique la restructuration des dettes souveraines.

Le risque italien

L'Italie est la troisième économie de la zone euro. Son poids fait de sa santé économique un enjeu important pour l'Europe, tout en la rendant aussi plus difficile à secourir. Or l'instabilité politique du pays après les dernières élections début 2013 freine sa réforme économique. À tel point que l'agence de notation Standard & Poor's a dégradé à nouveau sa note en juillet 2013, pour l'établir à deux crans seulement de la catégorie spéculative. Le pays peine à sortir de la récession, même si son activité tend à se stabiliser courant 2013. À fin novembre 2013, les taux d'intérêt à 10 ans de l'emprunt italien étaient néanmoins revenus à environ 4 %. Fin 2011 et début 2012, ils avaient dépassé les 7 %.

Le blocage politique américain

Quant à la dette américaine, elle a atteint le 17 octobre 2013 son plafond, fixé par la loi. À l'issue d'un bras de fer politique portant sur le relèvement de cette limite mais aussi sur le budget 2014, un accord a été trouvé in extremis au Congrès pour supprimer à court terme ce plafond de la dette – une solution plus durable restant à élaborer. Faute de cette marge de manœuvre, le Trésor américain n'aurait plus pu se financer sur les marchés, exposant l'économie mondiale à des conséquences potentiellement désastreuses. 34 % de la dette américaine sont détenus par des investisseurs étrangers, notamment l'État chinois et le Japon.

Document n°4 « Les Dérivés : risques et bénéfices », John Vahey, Lauren Oppenheimer, Momagri, Third way, 9 avril 2014

350 ans avant JC Aristote écrivait sur Thalès de Milet et « son dispositif financier ». Thalès, anticipant une excellente récolte d'olives, avait octroyé aux propriétaires de pressoirs à olives une redevance afin d'avoir accès à leurs services lors de la prochaine récolte. La récolte des olives était importante et la demande de pressoirs augmentait. Thalès a donc cédé les droits sur les pressoirs aux plus offrants et a ainsi fait fortune. Le « dispositif financier » décrit par Aristote était, en fait, un dérivé, peut-être la première vente de dérivé enregistrée.

Le danger des produits dérivés

Dans une lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway en 2002, Warren Buffett a mis en garde les investisseurs sur les problèmes « latents » du marché de gré à gré sur les produits dérivés. Selon lui, en raison de plusieurs lacunes sur le fonctionnement du marché, les dérivés sont des « armes financières de destruction massive ».

Deux faiblesses sont citées dans la lettre de Buffett : le risque de crédit bilatéral – c'est-à-dire le risque que la contrepartie d'une transaction ne soit pas capable de respecter ses obligations financières - et l'absence d'une marge de garantie pour couvrir les pertes éventuelles.

Pendant la crise financière, ces lacunes sont devenues plus qu'évidentes, notamment en ce qui concerne les opérations sur dérivés d'AIG.

AIG Financial Products (AIGFP), une filiale d'AIG, avait vendu des échanges financiers de risque de crédit (credit default swaps) en relation avec des investissements liés à des titres hypothécaires. Pour AIG, le risque était que la valeur des hypothèques sous-jacentes diminue. Lorsque le marché de l'habitation s'est effondré, les pertes sur les dérivés d'AIG ont engendré une détérioration de la santé financière d'AIG. Les contreparties sur les produits dérivés ont commencé à s'interroger sur la capacité d'AIG à honorer ses obligations financières liées aux dérivés.

La cote de crédit d'AIG a été rétrogradée. À la suite à la détérioration de la santé financière d'AIG, les contreparties sur les produits dérivés ont demandé à ce que AIG fournisse des garanties qui tiennent compte de la baisse des valeurs de leurs opérations sur dérivés.

Finalement, en 2008, les pertes sur les dérivés et les demandes de garanties supplémentaires ont accablé AIG. La Réserve fédérale, craignant que l'échec d'AIG puisse avoir des conséquences systémiques graves, est intervenue à hauteur de \$85 milliards en capital.

Les avertissements de Warren Buffett concernant le marché des produits dérivés étaient devenus une réalité. D'importants volumes de positions de dérivés non garantis ont engendrés un bouleversement économique historique. La loi Dodd-Frank a cherché à répondre aux préoccupations de M. Buffett et à mettre en garde les lacunes du marché des dérivés mise en évidence lors de la faillite des dérivés d'AIG.

La réduction du risque du crédit bilatérale

La loi Dodd-Frank restructure fondamentalement le marché des produits dérivés. Pour faire face à une surabondance du risque de crédit, la loi Dodd-Frank exige que certains swaps normalisés soient soumis et compensés par une contrepartie centrale (CCP).

C'est le CCP, qui à la place d'une banque se place entre les deux contreparties et garantit la performance de la transaction. Cette réforme centralise le risque de crédit sur le marché des swaps en entités de compensation centralisées. Cette centralisation est en contraste avec les accords de swap myriades enchevêtrées d'avant la loi Dodd-Frank.

Dans un récent discours, Jérôme Powell, Gouverneur du conseil de la Réserve fédérale souligne les avantages potentiels de la compensation centralisée pour les participants du marché. « Plutôt que d'essayer d'évaluer leur risque face à l'ensemble de ses partenaires commerciaux, un participant du marché gèrera uniquement son risque vis-à-vis de la contrepartie centrale ».

Depuis 2008, une partie importante des transactions des swaps de taux d'intérêt a migré vers les contreparties centrales. Comme l'a déclaré Gary Gensler, l'ancien Président du Commodity Futures Trading Commission (CFTC), dans un discours de décembre 2013, « il y a 5 ans, seulement 21 pourcent du marché des swaps de taux d'intérêt étaient compensés, contre plus de 70 pourcent du marché compensé depuis les réformes ».

Dans le cadre d'une transaction faisant l'objet d'une compensation centrale, si l'une des contreparties ne peut pas tenir ses obligations financières, la contrepartie centrale en fera le paiement.

Ce système a longtemps existé sur le marché des contrats à terme et des options négociées en bourse. Sur ce marché, les transactions entre participants sont soumises et garanties par une chambre de compensation. Elle surveille la santé financière de chaque membre et s'assure qu'ils sont en mesure de s'acquitter de leurs obligations financières.

Les exigences de marge

La marge est la garantie, en espèces ou en titres, destinée à couvrir les pertes transactionnelles potentielles. La loi Dodd-Frank exige que les contreparties centrales recueillent la marge par rapport aux swaps compensés.

Comme le souligne la lettre écrite en 2002 par Buffet : « Si les contrats dérivés sont garantis, leur valeur ultime dépend de la solvabilité des contreparties ».

Pour les swaps compensés, la contrepartie centrale sera responsable de la collecte de la marge initiale. Elle surveillera ensuite le risque de chaque transaction compensée et marquera au quotidien chaque position sur le marché.

Si la valeur swap diminue, le participant dont la valeur de position a diminué sera tenu de verser plus de marge, dite marge de variation, afin de rétablir une sécurité adéquate du capital de la marge.

A ce jour, la loi Dodd-Frank exige que cette pratique, développée sur le marché des contrats à terme et des options, soit mise en place sur le marché des swaps. Cette exigence garantit que les parties qui entrent dans des transactions swaps disposent d'un capital pour absorber les pertes, si des pertes devaient se produire.

Les exigences de marge contenues dans la loi Dodd-Frank réduisent considérablement le risque que le marché des produits dérivés représente pour le système financier. L'existence des contreparties centrales doit faire en sorte que les pertes de marché sur les risques des swaps compensés disparaissent rapidement.

Conclusion

Le marché des dérivés est un marché où les investisseurs viennent échanger les risques. Dans une économie mondiale avec des risques divergents, les dérivés permettent aux entreprises et aux investisseurs de se protéger contre les fluctuations rapides des prix et des événements négatifs.

Avant la crise, le marché des swaps n'était pas soumis à un régime de réglementation efficace. Il y avait une surabondance de risques de crédit bilatéral et les transactions n'étaient pas suffisamment garanties. Comme l'effondrement d'AIG l'a démontré, cette structure de marché inférieure est rapidement devenue une source de risque.

Alors que le processus réglementaire se poursuit, les décideurs doivent veiller à ce que le marché des produits dérivés soit un lieu pour gérer le risque, et non pas une source de risque.

Une enquête indique que les produits dérivés sont importants pour près de 90 % de la stratégie du risque des utilisateurs finaux

L'International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) a publié aujourd'hui les résultats d'une enquête menée auprès d'utilisateurs finaux concernant les problèmes et les tendances sur les marchés des produits dérivés de gré à gré. La publication de l'enquête coïncide avec la soirée de la 29^e assemblée générale annuelle de l'ISDA à Munich, qui inclura des panels d'universitaires, d'utilisateurs finaux et de dirigeants sur le marché afin de discuter de la valeur et des utilisations de ces outils de gestion du risque.

Selon l'enquête, la demande en produits dérivés de gré à gré par les utilisateurs finaux reste très forte. Quatre-vingt-six pour cent des personnes interrogées lors de l'enquête pensent que les produits dérivés de gré à gré sont très importants ou importants pour leur stratégie de gestion du risque. Plus des trois quarts prévoient d'augmenter ou de maintenir le niveau actuel de leurs activités sur produits dérivés au cours du deuxième trimestre de 2014. Une petite fraction des personnes interrogées indiquent s'attendre à une baisse de leur utilisation de produits dérivés de gré à gré.

Au total, 245 sociétés ont répondu à l'enquête. Quarante-deux pour cent étaient des entreprises non financières et 49 %, des institutions financières (assureurs, sociétés financières, gestionnaires d'actifs et utilisateurs finaux de banques). Quarante-cinq pour cent étaient basés en Europe et 41 %, aux États-Unis.

« Tandis que le marché des produits dérivés de gré à gré continue d'évoluer au beau milieu de changements considérables, il est évident que les utilisateurs finaux du monde entier veulent et ont besoin de pouvoir utiliser ces instruments pour gérer les risques découlant de leurs entreprises et de leurs activités de financement », a déclaré Stephen O'Connor, Président du Conseil de l'ISDA. « L'ISDA est engagée pour assurer que ces intervenants si importants continuent à réaliser les bénéfices des produits dérivés de gré à gré en travaillant avec eux et avec des décideurs internationaux en vue de développer des marchés sûrs et rentables ».

Parmi les principaux points de l'enquête figuraient :

- La plupart des utilisateurs finaux interrogés (57 %) conviennent du fait que le système financier est plus sûr aujourd'hui qu'avant la crise financière. Le facteur principal du renforcement de la sécurité est une gestion du risque de crédit plus stricte, que 86 % des personnes interrogées ont identifiée comme très importante ou importante. La réduction des besoins en levier financier (76 %) et capitaux (79 %) a également été fréquemment invoquée. Les mandats de compensation centraux (32 %), les besoins en exécution des transactions (34 %) et les besoins en rapports d'opérations (30 %) étaient considérés comme moins importants.
- Près de trois quarts (74 %) des utilisateurs finaux pensent que les nouvelles exigences relatives à l'exécution de transactions électroniques pour les produits

dérivés de gré à gré aux États-Unis et en Europe auront un effet positif sur la transparence. Mais plus d'utilisateurs finaux pensent que cela aura un impact plutôt négatif que positif sur trois aspects essentiels : prix, liquidités et convivialité.

- Soixante-huit pour cent des utilisateurs finaux pensent que le nouveau paysage financier augmente les coûts liés aux couvertures et 81 % pensent qu'il alourdit les fardeaux administratifs.
- Près de la moitié (47 %) conviennent du fait qu'une fragmentation du marché est en train de se produire au niveau géographique suite au cadre de réglementation en cours de mise en place dans des juridictions clés. Soixante-et-un pour cent de ceux qui estiment que le marché se fragmente pensent également que cela a un impact négatif sur la capacité de leur société à gérer le risque. Quatre-vingt-trois pour cent de ceux qui constatent une fragmentation du marché pensent que cela augmente les coûts des produits dérivés de gré à gré.

L'enquête de l'ISDA est la première dans ce qui est prévu être une initiative continue pour la recherche et l'évaluation des avis des utilisateurs finaux de produits dérivés à l'échelle internationale. Ce segment des participants au marché constitue environ 40 % de l'adhésion de l'ISDA. Les résultats complets de l'enquête sont disponibles dans la section 'Research' (recherche) sous 'Surveys' (enquêtes) du site Web de l'ISDA.

Document n°6 « Emprunts toxiques : Bercy cherche la parade à la censure du Conseil constitutionnel ». Le Monde, le 12/01/2014 Par Patrick Roger

Depuis la décision du Conseil constitutionnel du 29 décembre 2013 sur la loi de finances pour 2014, les services de Bercy sont sur les dents. Parmi les articles censurés, celui sur les prêts aux collectivités locales pourrait avoir de lourdes conséquences financières, se chiffrant en milliards d'euros.

Le ministère des finances est à la recherche d'une parade législative pour retravailler les dispositions inscrites dans la loi de finances initiale sans s'exposer à une nouvelle censure. L'exercice est délicat mais, confirme le cabinet de Pierre Moscovici, « *nous sommes très attachés à ce que ce dispositif global puisse continuer à fonctionner* ».

De quoi s'agit-il ? Le 8 février 2013, le tribunal de grande instance de Nanterre donne raison au département de la Seine-Saint-Denis, qui avait attaqué Dexia Crédit local – la banque franco-belge auprès de laquelle il avait souscrit en 2007 un emprunt toxique – au motif que le contrat de prêt avait été conclu sur la base de documents ne mentionnant pas le taux effectif global (TEG). Le tribunal avait ordonné l'application du taux légal, soit 0,04 %, quand les intérêts des emprunts toxiques peuvent flirter avec les 10 %.

Ce jugement a fait passer un froid dans les couloirs de Bercy. Depuis la faillite de Dexia, emportée dans la crise des dettes souveraines, et le plan de sauvetage de la banque, l'activité de financement des collectivités territoriales a été reprise, indirectement, par la Banque postale et la Caisse des dépôts et consignations, et son stock d'emprunts toxiques a été repris par un établissement public, la Société de financement local (SFIL).

RISQUE SYSTÉMIQUE POUR LES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS

Pour l'Etat, la généralisation de ce jugement aux contentieux en cours entraînerait un risque systémique pour les établissements financiers, contraints de reconvertir leurs prêts au taux légal. Début septembre 2013, au moment où était présentée la loi de finances, la SFIL faisait déjà l'objet de 196 assignations et Dexia de 54.

Le projet de loi de finances (PLF) intègre donc un dispositif destiné à « *apporter une solution pérenne et globale au problème des emprunts structurés les plus risqués* ». Celui-ci comporte trois volets. Un, la création d'un fonds de soutien aux collectivités, doté de 100 millions d'euros par an pendant quinze ans, afin de favoriser leur sortie des produits structurés les plus sensibles.

Deux, la validation des contrats de prêt conclus antérieurement entre un établissement de crédit et une personne morale qui seraient contestés en raison de l'absence de mention du TEG.

Trois, une modification du code de la consommation atténuant, en cas d'erreur de TEG, les conséquences financières pour le prêteur. Cette disposition s'appliquerait aux contrats en cours. Un dispositif destiné à protéger les établissements de crédit.

MANŒUVRES DILATOIRES

En attendant que la loi de finances passe l'éponge et valide rétroactivement les emprunts toxiques structurés présentant un vice de forme, les banques, qui ont fait pression auprès de Bercy, usent de manœuvres dilatoires pour retarder les procédures judiciaires en cours.

Pour le Conseil constitutionnel, la validation, telle qu'elle est formulée, recouvre « *un champ d'application extrêmement large* » : elle s'appliquerait à toutes les personnes morales, publiques ou non, et à tous les contrats, qu'ils soient ou non structurés.

Des critères beaucoup trop extensifs et une atteinte injustifiée aux droits des personnes morales ayant souscrit un emprunt. Ce joli cadeau aux banques est censuré. De même que la modification du code de la consommation qui, selon le Conseil, n'avait rien à faire dans une loi de finances.

Les collectivités ayant engagé des recours en contentieux se félicitent de la décision. « *Le texte censuré était une sorte d'amnistie bancaire, de quitus donné aux banques a posteriori sur des pratiques condamnables. Maintenant, les tribunaux vont pouvoir avancer* », estime Christian Pierret, président de la Fédération des villes moyennes, dont une cinquantaine de villes adhérentes ont décidé de se porter devant les tribunaux.

« IL VA FALLOIR REPRENDRE TOUTE LA PROCÉDURE »

Du côté du ministère des finances, en revanche, le problème reste entier. L'Etat, en effet, qui a assumé avec la Belgique le sauvetage de Dexia et transféré dans la SFIL le stock de prêts sensibles, sait comment sont refinancés auprès des banques américaines les prêts structurés.

« *Tout ça est fait pour rembourser JPMorgan et Goldman Sachs. Le prêteur, en dernier ressort, est une grande banque américaine qui demande sa marge* », souligne M. Pierret. « *Les investisseurs ont besoin d'être rassurés* », concède diplomatiquement le cabinet de M. Moscovici.

Reste à concocter une formule strictement ciblée sur les collectivités territoriales. Dans son avis sur le PLF, le Conseil d'Etat considérait qu'il était difficile, juridiquement, de distinguer entre les collectivités et les autres personnes morales.

Il faudra aussi trouver un véhicule législatif et composer avec le calendrier parlementaire. « *Il va falloir reprendre toute la procédure, y compris devant le Conseil d'Etat* », admet le ministère. Peu probable que le futur texte soit présenté avant la suspension des travaux parlementaires, début mars, pour cause d'élections municipales.

1. Qu'est-ce qu'un emprunt « toxique » ?

C'est un emprunt qui prend la forme d'un produit structuré, c'est-à-dire composé de plusieurs briques, chacune étant changeante selon des conditions liées à l'évolution des marchés financiers. Concrètement, c'est un crédit combiné avec l'équivalent d'un droit d'acheter ou de vendre un titre financier (aussi bien une action qu'un contrat de livraison de blé), lequel fait évoluer le taux du crédit selon, par exemple, la parité du franc suisse et de l'euro.

En général, le produit structuré comporte une première période très attractive, suivie d'une deuxième partie plus coûteuse pour le souscripteur.

2. Quels risques font peser ces emprunts toxiques sur les communes aujourd'hui ?

Les communes qui croyaient faire de bonnes affaires et se retrouvent avec des taux d'intérêt de 30 % à 40 % sur certains emprunts sont forcées, pour certaines, de renégocier, là encore à prix fort, les conditions de ces emprunts, ou bien de continuer à payer les intérêts en grevant les finances de la commune, ou encore d'arrêter de payer et d'entamer un contentieux avec la banque.

Une commune ne peut pas faire faillite : en cas de risque de défaut de paiement, le préfet peut prendre le contrôle des opérations et imposer des mesures drastiques, notamment des hausses d'impôt ou des réductions des dépenses publiques.

3. Tous les produits structurés sont-ils toxiques ?

Non, tout dépend de ce sur quoi le produit est indexé. Dans beaucoup de cas, le produit vendu reposait sur le pari que les taux restent à un certain niveau. Par exemple, les taux d'intérêt à court terme sont souvent inférieurs aux taux à long terme (sauf exception, comme un cas de forte tension sur le marché du crédit).

Mais, même les références réputées stables peuvent réserver des surprises.

4. Pourquoi des maires ont-ils eu recours à de tels produits ?

Pas forcément pour emprunter plus, mais pour bénéficier de taux qui étaient plus bas à ce moment-là. Le prix à payer était une part de risque, souvent mal comprise des élus. La plupart pensaient sincèrement obtenir des conditions avantageuses de façon durable pour donner plus de marge de manoeuvre budgétaire à leur commune, à un moment où, par ailleurs, l'Etat leur donnait de plus en plus de responsabilités dans le cadre de la décentralisation.

Il faut ajouter que les commerciaux des banques savaient se montrer créatifs, en vendant des produits aux noms rassurants comme « Tofix » ou « Tip Top ».

5. Peut-on signer un contrat quand on ne le comprend pas ou mal ?

Il n'existe pas de texte législatif sur la capacité de celui qui ordonne le contrat à le comprendre. Mais un élu se doit de savoir comment sa signature engage sa collectivité. Il peut d'ailleurs se faire aider du comptable et des services de la mairie, qui vont analyser la proposition de la banque.

De son côté, le commercial est tenu par une directive européenne (appelée Mif et transposée en droit français en 2007) d'évaluer deux critères : le client

comprend-il le produit ? Et ce produit est-il adapté aux besoins du client ?

La charte signée par les banques en 2008 (http://www.collectivites-locales.gouv.fr/files/files/091207banques_collectivites-1.pdf) reconnaît en outre les collectivités comme des clients non professionnels et engage, à ce titre, ses signataires à fournir des scénarios de « crash-tests » en français (et non en anglais, langue traditionnelle des contrats de banques internationales).

6. Est-ce légal de favoriser un produit spéculatif quand on gère des finances publiques ?

Ce n'est pas recommandé, mais en tout cas, ce n'est pas illégal. Une circulaire datant de 1992 (http://circulaire.legifrance.gouv.fr/pdf/2009/04/cir_6207.pdf) interdit de vendre des produits spéculatifs aux collectivités, car la puissance publique estime que ce sont des opérations qui ne relèvent ni de leurs compétences ni de l'intérêt général.

Une interdiction qui épargne la notion de couverture des risques, c'est-à-dire l'achat d'un produit financier faisant le pari inverse de celui qu'on veut couvrir. Une autre circulaire de 2010 (http://circulaire.legifrance.gouv.fr/pdf/2010/07/cir_31381.pdf) confirme la nécessité de transparence sur le sujet mais n'interdit pas non plus la distribution de produits structurés.

7. Une ville ne devrait-elle emprunter qu'à taux fixe ?

Pas forcément ; les produits à taux variables sont plus intéressants aujourd'hui (ils sont consultables sur le site de la Banque de France) par rapport aux taux fixes du marché. En gros, une commune ne prend pas de risque à continuer d'emprunter à taux variables, à condition que ce produit ne soit pas assorti à une structure spéculative, dont il est assez onéreux de sortir en général.

8. Ma ville est-elle concernée ?

Il y a des chances non négligeables : les collectivités représentent entre 41 et 47 % de la totalité des emprunts à risque publics, d'après un rapport du Sénat (<http://www.senat.fr/rap/a12-154-18/a12-154-184.html>). Les situations qui apparaissent problématiques se concentrent sur un nombre limité de collectivités territoriales, plus spécifiquement sur les communes de plus de 10 000 habitants.

Certaines communes ont trouvé une astuce : se délester des produits à risque dans les budgets des communautés d'agglomération, comme à Lille (avec Lille métropole communauté urbaine), ou dans d'autres organismes, comme le Syndicat intercommunal pour la destruction des résidus urbains (Sidru) de Saint-Germain-en-Laye.

Selon la dernière enquête du cabinet spécialisé dans l'audit des finances locales FCL-Gérer la Cité, enquête qui date de 2011, les produits structurés représenteraient environ 15 % de l'encours de la dette des collectivités locales.

9. Comment l'Etat a-t-il réagi ?

En octobre 2011, a été mise en place une cellule interministérielle de suivi des emprunts à risque du secteur local, qui réunit, chaque trimestre, des représentants des différentes administrations concernées.

Ce dispositif a été renforcé par la création de cellules départementales de suivi de la dette autour du préfet et du directeur régional ou départemental des finances publiques. Mais, dans de nombreux départements, la cellule n'a pas été activée (comme en Côte-d'Or) ou les mairies semblent ignorer tout de son existence (comme c'est le cas à Asnières, dans les Hauts-de-Seine).

Un médiateur pour les emprunts toxiques, Eric Gissler, inspecteur général des finances, a aussi été nommé en 2009. Son utilité semble avoir été assez limitée car le fait d'être dans un processus de médiation bloque la

possibilité de recours au contentieux.

10. Que va-t-il se passer maintenant ?

Outre le taux, il est également intéressant d'avoir le détail des échéances de ces contrats, dont plusieurs ont été repoussées par les maires en place à 2014 et 2015, soit après les élections municipales.

Les années qui viennent vont être éprouvantes pour les nerfs des nouveaux élus. Le département de Seine-Saint-Denis et la ville de Saint-Etienne ont obtenu en justice une renégociation de la dette. Une centaine de contentieux a déjà été portée devant les tribunaux. Mais est-ce une solution pérenne ? L'Etat est garant des prêts de Dexia, qu'il a sauvé de la faillite. Or, Dexia représenterait deux tiers du marché des emprunts toxiques des communes. Il est d'ailleurs assez ironique, à ce titre, de constater que trois des banques les plus impliquées dans ce scandale des emprunts toxiques sont trois entreprises qui ont été sauvées par leurs Etats : la franco-belge Dexia, la britannique RBS et l'allemande Depfa. En somme, après avoir couru au secours des « responsables », les banques, l'Etat vient en aide aux « victimes », les collectivités locales.

* Porte-parole de Sud BPCE, membre du Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers-Monde (CADTM) et du Collectif d'audit citoyen de la dette publique

« Si les hommes prudents ont pour caractère propre le fait d'avoir bien délibéré, la bonne délibération sera une rectitude en ce qui concerne ce qui est utile à la réalisation d'une fin, utilité dont la véritable conception est la prudence elle-même. » (Aristote, Éthique à Nicomaque, VI, 10, 1142b).

La question de savoir si les emprunts toxiques ont un caractère spéculatif est essentielle, car si la réponse apportée est affirmative, ces emprunts doivent être considérés comme illégaux avec toutes les conséquences qui en découlent. Pour tenter d'apporter une réponse à cette question, nous allons procéder par étapes. Nous donnerons tout d'abord une définition de la spéculation, puis nous dresserons un état des lieux de la réglementation concernant les acteurs publics locaux sur ce sujet, ensuite nous ferons le point sur la jurisprudence actuelle en la matière avant de dresser l'état des lieux de la doctrine, enfin nous analyserons les contrats proposés par les banques à ces acteurs publics pour vérifier s'ils ont un caractère spéculatif. Au terme de nos investigations, nous serons en mesure de répondre à notre question.

1. Définir la spéculation

La spéculation peut être définie par trois éléments qui se cumulent et se complètent. La spéculation se traduit par la prise d'un risque consistant à parier sur l'évolution future d'une valeur ou d'un actif en vue d'en tirer profit. Risque, pari et profit escompté sont les trois principes sur lesquels repose la spéculation. Celle-ci peut être financière, lorsqu'elle concerne des titres de propriétés et de créances, monétaire lorsqu'elle s'applique à la parité des monnaies ou à des taux d'intérêt, enfin elle peut également porter sur des marchandises ou des matières premières. Ces trois secteurs peuvent bien sûr se combiner.

Selon les tenants du système capitaliste, la spéculation serait utile. Tout d'abord, le spéculateur assumerait des risques que les autres intervenants sur les marchés ne veulent pas porter. Ensuite, la spéculation permettrait d'assurer une certaine liquidité des marchés. Enfin, elle donnerait la possibilité à certains acteurs de « se couvrir », c'est-à-dire de se protéger contre une évolution défavorable des prix des actifs, des prix des marchandises, des taux de change et des taux d'intérêts.

Mais la spéculation compte également un grand nombre de détracteurs qui la critiquent à la fois pour des raisons morales, c'est une activité non-productive qui permet de gagner de l'argent sans produire de la valeur, mais aussi parce qu'elle contribue à l'instabilité des marchés et des crises qui en résultent. Aujourd'hui, le capitalisme ayant imposé ses valeurs, quand bien même elle continue à porter son odeur de soufre, la spéculation s'est imposée dans le fonctionnement des économies dont elle est devenue un des rouages essentiels. Le temps est révolu où Nicholas Kaldor pouvait écrire : « Tous les biens ne sont pas susceptibles d'être les supports d'une spéculation ; en réalité, la gamme des objets sur lesquels elle peut s'exercer, à une échelle non dépourvue de signification, est relativement limitée. »[1] Aujourd'hui, tout est susceptible de donner lieu à spéculation : de la dette des États (comme on a pu le voir avec la Grèce) aux CDS (credit default swap) en passant par les droits à polluer. L'importance et la gravité des conséquences que génère la spéculation contraste singulièrement avec la débilité et la trivialité des arguments avancés pour la justifier. Ainsi, après avoir rapidement relevé que si la « spéculation » est « un horrible mot que beaucoup d'imprécateurs voudraient extirper de la réalité, sinon du vocabulaire financier »[2], Bertrand Jacquillat s'empresse de développer avec emphase et

prolixité :

« D'autres voient dans la spéculation consistant à acheter des valeurs financières dans l'espoir de les revendre avec profit, un mécanisme parfaitement sain, et dans les spéculateurs qui font leur miel de leur capacité à prévoir le futur, l'expression d'un comportement normal, qui tout à la fois prévoit, prend des précautions et achète (ou vend) en calculant ses risques. Les économistes justifient l'existence des spéculateurs par leur fonction régulatrice. Grâce à leurs anticipations, ils contribuent à réduire l'amplitude des variations de prix [...]. Leur présence vivifie les marchés des contrats à terme [...]. »[3]

Histoire d'enfoncer le clou, Jacquillat lâche cette formule sans appel : « Et puis tout le monde n'est-il pas un peu spéculateur [...] ? », avant d'appeler à son secours... Émile Zola, qui opposait dans le 18^e volume des Rougon-Macquart « la richesse d'hier, celle des fortunes domaniales représentant « la stagnation même de l'argent », à l'« argent moderne de la spéculation », l'« argent liquide qui coule, qui pénètre partout », « empoisonneur et destructeur », mais aussi « ferment de toute végétation sociale. »[4] On aura compris que c'est ce dernier passage qui importe à notre financier et homme de lettres, soucieux de démontrer que la spéculation est indispensable en vue d'assurer la meilleure efficacité possible du système capitaliste.

Pourtant, la crise des subprimes de 2007 qui s'est prolongée dans la crise financière de 2008 lui donne tort sur toute la ligne. Cette crise financière, loin d'être éteinte aujourd'hui, présente les dangers et les méfaits de la spéculation et aurait dû contribuer à sa remise en cause. Malheureusement, il n'en a rien été. Paul Jorion préconise de stopper la spéculation[5], en rappelant que deux articles du code pénal l'interdisaient jusqu'en 1885, date de leur abrogation sous la pression des milieux d'affaires de l'époque. L'article 421 disposait : « Les paris qui auront été faits sur la hausse ou la baisse des effets publics, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus », et l'article 422 précisait : « Sera réputée pari de ce genre, toute convention de vendre ou de livrer des effets publics qui ne seront pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention, ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison. » Paul Jorion cite également un autre article du code civil, l'article 1965 selon lequel « La loi n'accorde aucune action pour une dette du jeu ou pour le paiement d'un pari »[6].

La crise actuelle a révélé au grand jour la nocivité des activités spéculatives, mais il n'y a pas eu pour autant de réactions qui se seraient traduites par une limitation de la spéculation, à défaut de son interdiction. Si l'Assemblée nationale a jugé nécessaire de mettre en place une « commission d'enquête parlementaire sur les mécanismes de la spéculation affectant les économies », le rapport issu de ce travail[7] se résume à un constat circonstancié sans effet puisqu'il n'a donné lieu qu'à une série de propositions consistant en autant de vœux pieux. Pour preuve, dans son avant-propos, le président de la commission d'enquête, Henri Emmanuelli, après s'être félicité du souci partagé par les personnalités entendues et les membres de la commission de « rechercher les moyens de mettre le système financier au service de la production de richesse », reconnaissait désabusé : « Ce n'est hélas pas le cas aujourd'hui ! »[8]

Le lobby des forces favorables au maintien de la spéculation s'est révélé particulièrement puissant. Le 23 mai 2013, Fabrice Armand, avocat associé du cabinet d'affaires international, écrivait dans le Cercle Les Echos un article au titre sans équivoque : « Ne donnons pas une définition juridique de la spéculation »[9]. Ce juriste, vent debout contre une réforme bancaire qui n'a pas réformé grand-chose, remettait en cause la distinction prévue par la loi entre les activités bancaires économiquement utiles et celles qui ne le sont pas, en s'indignant que l'on puisse qualifier de spéculation tout ce qui n'est pas couverture. Il préconisait de remplacer par activités « risquées », l'expression activités « spéculatives », probablement trop parlante à ses yeux.

2. État des lieux de la réglementation

Les acteurs publics locaux sont régis par un certain nombre de principes contenus notamment dans le code général des collectivités locales et dans des circulaires.

a) Le code général des collectivités locales

Trois articles précisent les compétences respectives de la commune, du département et de la région. Selon l'article L. 2121-29, « le conseil municipal émet des vœux sur tous les objets d'intérêt local », l'article 3211-1 indique que « le conseil général ... statue... sur tous les objets d'intérêt départemental dont il est saisi. » Enfin, l'article L. 4221-1 énonce que « le conseil régional ... statue... sur tous les objets d'intérêt régional dont il est saisi. »

Par ailleurs, dans la mise en place et l'exécution de leur budget, les collectivités locales sont soumises à un certain nombre de principes : annualité, unité, universalité, spécialité, équilibre réel, auquel est venu s'ajouter le principe de sincérité qui interdit la surestimation des recettes et la sous-estimation des dépenses[10] et le principe de prudence qui impose des obligations en matière d'amortissement et de provisions.

b) La circulaire n° NOR : INTB9200260C du 15 septembre 1992

Au début des années 90, la circulaire n° NOR : INTB9200260C du 15 septembre 1992 est venue préciser les conditions de mise en place des « contrats de couverture du risque de taux d'intérêt offerts aux collectivités locales et aux établissements publics locaux ». Ce texte précise que les collectivités locales ont la possibilité de « recourir à un contrat de couverture du risque du taux d'intérêt, opération juridiquement distincte et indépendante du ou des contrats en cours (éléments couverts) »[11], en soulignant plus loin « ces contrats sont totalement dissociés de l'opération d'emprunt couverte »[12]. La circulaire ajoute cette précision importante : « Ces décisions présentent un coût direct [...] et un coût indirect [...]. Ces coûts doivent être dimensionnés à la taille et aux capacités financières de la collectivité. »[13]

La circulaire de 1992 prend soin d'énoncer que :

« les collectivités territoriales ne peuvent légalement agir que pour des motifs d'intérêt général présentant un caractère local. »

« L'engagement des finances des collectivités locales dans des opérations de nature spéculative ne relève ni des compétences qui leur sont reconnues par la loi, ni de l'intérêt général précité. Les actes ayant un tel objet sont déferés par le représentant de l'État au juge administratif, sur la base notamment de l'incompétence et du détournement de pouvoir. »[14]

Il est également précisé que « le contrat doit avoir pour effet de réduire le risque de variation de valeur affectant l'élément couvert (les frais financiers d'un emprunt déterminé) ou un ensemble d'éléments homogènes (les frais financiers de plusieurs emprunts existants présentant les mêmes caractéristiques de taux d'intérêt) ». [15] La circulaire précise enfin que les contrats dont l'assiette excède l'encours réel de la dette « constituent des opérations spéculatives n'entrant pas dans les attributions traditionnelles des collectivités locales. »[16]

Au vu de ce qui précède, on peut légitimement considérer que des opérations de couverture dont les coûts excessifs ne sont pas « dimensionnés à la taille et aux capacités financières » des collectivités et qui, loin de réduire le risque de variation de l'élément couvert l'augmentent (certaines soultes pouvant être supérieures au montant des emprunts), soient considérées comme spéculatives. Dans la circulaire de 1992, les prêts structurés ne sont pas interdits en tant que tels – ils n'existaient pas à cette époque –, mais nous pensons être fondés à soutenir que certains principes avancés à propos des instruments de couverture sont susceptibles de s'appliquer à l'ensemble des opérations concernant la dette des collectivités publiques, à savoir le recours à l'emprunt, la mise en place des instruments de couverture et les opérations de renégociation et de refinancement[17]. Ces trois principes que nous avons identifiés

sont la stricte limitation à l'action des collectivités pour des motifs d'intérêt général présentant un caractère local, l'interdiction de réaliser des opérations de nature spéculatives, enfin l'interdiction de générer un risque excessif eu égard à la taille et aux capacités financières des collectivités.

c) La circulaire n° NOR : IOCB1015077C du 25 juin 2010

La circulaire n° NOR : IOCB1015077C du 25 juin 2010 relative aux produits financiers offerts aux collectivités locales et à leurs établissements publics, venue abroger la circulaire du 15 septembre 1992, a un objet moins restrictif que cette dernière. En effet, outre les instruments de couverture, elle fait allusion à la gestion active de la dette et évoque les prêts structurés, même si elle se limite seulement à en déconseiller certains aux collectivités. La circulaire de 2010 reprend plusieurs principes et dispositions avancés par celle de 1992 selon lesquels : « les collectivités territoriales ne peuvent légalement agir que pour des motifs d'intérêt général présentant un caractère local.

L'engagement des collectivités locales dans des opérations de nature spéculative ne relève ni des compétences qui leur sont reconnues par la loi, ni de l'intérêt général précité. Les actes ayant un tel objet sont déferés par le représentant de l'État au juge administratif, sur le fondement notamment de l'incompétence et du détournement de pouvoir. »[18]

La circulaire considère également que « les opérations de couverture des risques financiers répondent à des motifs d'intérêt général, même si elles présentent un aléa inhérent aux instruments financiers eux-mêmes », en précisant aussi que « le contrat doit avoir pour effet de réduire le risque de variation de valeur affectant l'élément couvert (les frais financiers d'un emprunt déterminé) ou un ensemble d'éléments homogènes (les frais financiers de plusieurs emprunts existants présentant les mêmes caractéristiques de taux d'intérêt) ».

Il est précisé enfin que les contrats dont l'assiette « excède l'encours réel constituent des opérations spéculatives n'entrant pas dans les attributions traditionnelles des collectivités locales. »

Klopper considère que la circulaire de 2010 marque une régression par rapport à celle de 1992, « en baptisant [...] du terme gratifiant « d'instruments de couverture » les produits totalement spéculatifs que sont les ventes d'option par la collectivité à la banque, effectuées de surcroît sur plusieurs dizaines d'années, et en écrivant, à l'époque, que de tels instruments de couverture (sic) « répondent à un motif d'intérêt général (resic) même s'ils présentent un aléa » ».[19]

Pourtant, dans le même temps, la circulaire de 2010 se fonde sur l'avis du Conseil national de la Comptabilité du 10 juillet 2007[20] en précisant que les contrats dont l'assiette « excède l'encours réel constituent des opérations spéculatives n'entrant pas dans les attributions traditionnelles des collectivités locales. »[21], prendre un risque sur une base de calcul supérieure à l'encours de dette, suffirait à donner à l'opération de couverture réalisée par la collectivité un caractère spéculatif.

Dans les états de dette de certains acteurs publics locaux, nous avons relevé deux cas de figure qui contreviennent à la lettre ou pour le moins à l'esprit de la circulaire. Le premier est édifiant sur la candeur du législateur face à la scélératesse des banques. N'ayant pas le droit de jouer sur des montants supérieurs à l'encours de la dette, les banques ont contourné l'interdiction en multipliant non pas la dette, mais le taux ! Les banques ont inventé des produits structurés avec multiplicateur ou à effet de levier pour lesquels le calcul des intérêts est effectué en appliquant des formules non linéaires, de sorte que l'évolution des taux supportés est plus que proportionnelle à l'index lui-même du fait d'un coefficient multiplicateur pouvant aller jusqu'à 10[22]. Comme le dit Michel Klopper, pour une collectivité, « swapper cinq fois le montant de

sa dette réelle (ce qui est totalement interdit depuis 20 ans) ou prendre un multiplicateur de 5 sur le taux d'intérêt aboutit rigoureusement au même résultat mathématique : faire passer un taux d'intérêt de 4 à 20 %. »[23]

La seconde situation, non évoquée par la circulaire mais tout aussi dangereuse que la première, ne concerne pas l'assiette, mais la soulte, l'indemnité due par la collectivité en cas de résiliation du contrat. L'état de la dette de la ville de Dijon annexé au compte administratif 2012 nous en donne une bonne illustration avec trois prêts n° 200709-1, 200709-2 et 200804, souscrits auprès du Crédit Foncier de France qui présentent selon l'état de la dette 2012 un coût de sortie chiffré respectivement à 3 294 207,79 euros, 809 422,45 euros et 18 126 219,04 euros, des sommes plus de deux fois supérieures au capitaux restant dus de ces prêts qui s'élèvent respectivement à 1 369 684,17 euros, 336 546,20 euros et 7 536 620,90 euros ! Ici, le coût du risque est plusieurs fois supérieur au montant couvert... cherchez l'erreur !

Même si, dans un jugement du 28 janvier 2014[24], le TGI de Paris a pu considérer que la circulaire du 15 septembre 1992 était « en elle-même dépourvue de valeur normative », il n'empêche que le principe exposé dans cette circulaire, selon lequel « L'engagement des collectivités locales dans des opérations de nature spéculative ne relève ni des compétences qui leur sont reconnues par la loi, ni de l'intérêt général précité » a une réelle valeur normative puisqu'il se réfère à la loi, au code général des collectivités locales, et qu'il a de plus été réaffirmé dans la circulaire du 25 juin 2010 abrogeant celle du 15 septembre 1992.

Les motifs avancés par les banques pour justifier le fait qu'elles aient proposé des prêts structurés risqués aux collectivités reposent sur des arguments spécieux. Les banques prétendent que la circulaire de 1992 ne concerne que les contrats de couverture, son objet étant libellé comme suit : « Contrats de couverture du risque de taux d'intérêt offerts aux collectivités locales et aux établissements publics locaux ». Quant à la circulaire de 2010, elle n'interdit pas formellement les emprunts structurés risqués, mais se borne à les déconseiller. Pourtant, le fait que ces deux circulaires ne fassent pas explicitement référence aux emprunts n'autorise pas pour autant les collectivités territoriales et leurs établissements publics à souscrire des emprunts risqués reposant sur des montages et des index spéculatifs. Le fait que certains acteurs publics tels les hôpitaux ou les organismes de logement social ne soient pas mentionnés par ces deux textes n'habilite pas non plus ces acteurs publics à souscrire ce genre de produits.

3 La jurisprudence à ce jour

Elle est constituée par les avis et rapports de la Cour des comptes et des chambres régionales des comptes et par les décisions rendues par les juridictions civiles.

a) La position du juge financier

Dans un rapport public de juillet 2011 intitulé La gestion de la dette publique, la Cour des comptes relève :

« Si les premiers contrats de produits dérivés souscrits par les collectivités territoriales et leurs établissements poursuivaient une finalité de couverture, les produits proposés à compter de 2006 ne se sont plus limités, pour les contrats d'échanges de taux à un échange d'un taux fixe contre un taux variable, ou inversement.

Les collectivités sont ainsi progressivement devenues vendeuses d'options, ce qui leur a permis d'encaisser une prime, mais les a obligées en contrepartie à accorder à un tiers la faculté d'opter en fonction de la cotation des indices retenus. Dès lors, c'est la collectivité qui garantit les positions prises par un tiers et qui, de manière paradoxale, « assure » sa contrepartie contre une évolution défavorable des taux.

Compte tenu des risques supplémentaires ainsi pris, les produits dérivés ne sont alors plus souscrits par la collectivité à des fins seulement de couverture mais plutôt d'optimisation financière et peuvent alors, dans certains cas, être considérés comme des produits spéculatifs. »[25]

En clair, la Cour des comptes reconnaît le caractère clairement spéculatif de certains contrats. Elle confirme cette appréciation plus loin dans le rapport en soulignant : « Il faut tout d'abord déplorer que les engagements pris ne visent pas à supprimer expressément toute intention de spéculation sur les marchés. Ainsi, les signataires de la charte et les rédacteurs de la circulaire qui en reprend le contenu se sont focalisés sur la nature des indices et l'ingénierie financière mises en oeuvre, alors qu'il aurait sans doute été également pertinent d'approfondir la question de l'intention ayant motivé la signature des contrats et les positions prises, notamment lorsque cette intention est clairement spéculative. »[26]

Une chambre régionale des comptes a été amenée à se prononcer sur un litige relatif à des prêts structurés. Lorsque le maire a constaté que les intérêts annuels de la dette de Sassenage s'élevaient à 636 992,41 euros en 2011, alors qu'ils étaient de 170 000 euros en moyenne les années précédentes, il a refusé de régler à Dexia les intérêts des deux prêts toxiques. Il a également intenté une action en justice contre la banque devant le tribunal de grande instance de Nanterre pour solliciter la nullité des deux contrats d'emprunt en cause. Dexia a alors saisi le préfet pour lui demander de procéder à un mandatement d'office des sommes litigieuses mais, préalablement à toute décision, le représentant de l'État a préféré saisir la chambre régionale des comptes pour qu'elle se prononce sur le double fondement juridique invoqué par Dexia : le caractère de « dépenses obligatoires » des intérêts concernés, et le caractère insincère du budget 2012 du fait de la non-inscription au compte 66 des intérêts des emprunts.

Le 31 mai 2012, réunie en formation plénière, la chambre régionale des comptes d'Auvergne Rhône-Alpes a rendu un avis particulièrement encourageant pour tous les acteurs publics locaux en conflit avec les banques qui leur ont fait souscrire des prêts toxiques. En effet, après avoir rappelé « qu'une dépense ne peut être regardée comme obligatoire et faire l'objet d'un mandatement d'office que si elle correspond à une dette échue, certaine, liquide, non sérieusement contestée dans son principe ou son montant et découlant de la loi, d'un contrat, d'un délit, d'un quasi-délit ou de toute autre source d'obligations », la chambre a considéré que « la dépense litigieuse de 636 992,41 € (les intérêts non réglés au titre de 2011) doit être regardée comme sérieusement contestée dans son principe et dans son montant ». En conséquence, « la dépense nécessaire à l'acquittement de ladite dette ne présente pas un caractère obligatoire ». La juridiction financière a rendu son avis, prend-elle soin de préciser, « sans qu'il soit besoin de s'interroger sur le bien-fondé de la contestation des sommes correspondant à la dette litigieuse ». En clair, elle ne se prononce pas sur le fond du litige, cette mission relevant des juridictions civiles. Enfin, sur le deuxième moyen de Dexia invoquant le caractère insincère du budget 2012 de la commune de Sassenage, la chambre a considéré que ce budget avait été voté en équilibre réel et qu'il n'y avait pas lieu, en conséquence, de proposer des mesures de redressement de l'équilibre budgétaire.

Cet avis autorise donc les acteurs publics locaux fortement impactés par les prêts toxiques à ne pas régler aux banques prêteuses les intérêts contestés au titre de ces emprunts. De plus, ils savent désormais que le fait de ne pas inscrire le montant de ces intérêts au compte « charges financières » de leur budget ne remet pas en cause la sincérité de celui-ci. Nul doute qu'une telle décision donnera des idées à plus d'un élu.

b) La jurisprudence du Tribunal de commerce

Dans une affaire opposant la Caisse d'Épargne de Midi-Pyrénées à la Société

Patrimoine SA – Languedocienne d’HLM à propos d’un swap résilié par cette dernière, le Tribunal de Commerce de Toulouse a rendu en mars 2008 une décision favorable à cette entreprise de logement social[27]. Les juges ont relevé un défaut d’information pour condamner la banque et ordonner l’annulation de deux contrats portant sur des swaps, au motif que l’Écureuil n’avait pas cru bon de préciser que ses emprunts étaient « spéculatifs ». La banque a été condamnée à payer la somme de 600 000 euros en attendant qu’une expertise évalue le dommage complet causé par ces fameux swaps.

Après avoir fait appel de cette décision, la Caisse d’Épargne a préféré finalement un arrangement à l’amiable afin d’éviter un nouveau procès. Un litige du même type est intervenu entre la même Caisse d’Épargne et l’Office Public d’Habitat des Hautes Pyrénées et a été dénoué de la même façon. Dans la partie « Gestion des risques » de son rapport de gestion au 30 juin 2008 publié dans le Bulletin des annonces légales, NATIXIS évoque ces affaires dans les termes suivants :

« Litiges concernant des opérations de swap avec les Sociétés HLM : Par décision en date du 27 mars 2008, le Tribunal de Commerce de Toulouse a prononcé la résiliation de deux contrats de swap de 7,5 et 12,5 M€ de notionnel passés avec la Société Patrimoine Languedocienne, SA d’HLM (SPL), et a reconnu la responsabilité solidaire de la Caisse d’épargne Midi Pyrénées (CEMP) et de Natixis dans la mise en place de ces swaps. Le tribunal a nommé un expert chargé d’évaluer le préjudice qui a fait l’objet d’un paiement provisionnel. Natixis a fait appel de ce jugement.

Prenant appui sur les considérants de ce jugement de première instance, la Société d’Economie Mixte de Construction de la ville de Tarbes (SEMI Tarbes) a assigné la CEMP et Natixis en juin 2008 en vue d’obtenir la résiliation d’un contrat de swap d’un notionnel de 20 M€ et l’indemnisation du préjudice prétendument subi du fait de la conclusion de ce contrat.

Les contrats de swap concernés ont été mis en place afin de couvrir l’exposition de la SPL et de la SEMI Tarbes à la variation du taux du Livret A, sur lequel les emprunts de ces deux sociétés sont indexés, étant précisé que la variabilité de ce taux est effective depuis 2004. En s’appuyant notamment sur un avis de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes relatif au traitement comptable de ce type de contrat, le Tribunal de Commerce de Toulouse a décidé que les swaps ont un caractère spéculatif. Les juges ont prononcé l’annulation des contrats de swap mis en cause au motif que la CEMP et Natixis auraient manqué à leurs obligations de conseil relatives aux instruments spéculatifs. »[28]

Ainsi, comme la banque le reconnaît dans son rapport, c’est bien à propos de la vente d’instruments spéculatifs qu’elle a été sanctionnée par le tribunal de commerce de Toulouse.

c) La jurisprudence des tribunaux de grande instance et des cours d’appel

À la suite de la crise de 2007-2008, les acteurs publics locaux qui avaient souscrit des prêts structurés ont été confrontés à des situations intenable du fait d’une augmentation considérable des taux d’intérêt conjuguée à des soultes prohibitives rendant impossible une sortie de ces emprunts dans des conditions acceptables. Devant l’intransigeance des banques, refusant de renégocier les emprunts, de nombreuses collectivités ont refusé de payer leurs échéances et ont assigné leurs prêteurs en justice. Fin 2013, on estimait à 300 le nombre de procès engagés par près de 200 collectivités.

Même si à cette date aucune décision définitive n’est intervenue dans les litiges relatifs aux prêts toxiques et aux instruments de couverture, les banques ont subi plusieurs condamnations. Parmi les motifs justifiant ces décisions, on relève le défaut de la mention du taux effectif global, le manquement à l’obligation d’information, le manquement au devoir de conseil. Plus intéressant pour le sujet qui nous occupe,

dans des affaires concernant des swaps de taux, des banques ont été condamnées pour avoir proposé des produits spéculatifs à une collectivité à la fois par un tribunal de grande instance et par une cour d'appel.

Un cas de figure exemplaire concerne la commune de Saint-Étienne. Le 21 février 2011, la ville saisit le tribunal de grande instance de Paris pour demander l'annulation de deux swaps[29] d'un montant de près de 18 millions, souscrits sans plafond entre 2006 et 2007[30] auprès de la Royal Bank of Scotland. Dans le même temps, elle décide de suspendre le paiement des intérêts trimestriels dus au titre de ces contrats. Cédric Grail, directeur général adjoint de la ville, déclarait : « Nous considérons ces contrats comme nuls ». Le 26 avril de la même année, la banque a fait assigner la ville devant le juge des référés. Le 24 novembre 2011, le TGI de Paris a rendu un jugement en référé déboutant Royal Bank of Scotland qui exigeait de la ville le paiement de ces intérêts. Dans les attendus de leur décision, les juges estiment que « les mécanismes de financement ou swaps vendus aux collectivités territoriales se sont révélés être des produits spéculatifs à haut risque et dont la légalité est aujourd'hui sérieusement contestée devant les juges du fond ». Et ils concluent : « Dès lors, il ne nous apparaît pas que la cessation du versement des échéances de ses emprunts par la ville de Saint-Étienne doive être considérée comme constituant un trouble manifestement illicite. »

Le 6 décembre 2011, la Royal Bank of Scotland a interjeté appel de cette décision. Dans un arrêt du 4 juillet 2012, la cour d'appel de Paris l'a une nouvelle fois déboutée. Après lui avoir reproché d'éluder le mécanisme, de dénaturer les dispositions et tenter de s'affranchir d'une condition de l'article 809 du Code de procédure civile sur lequel repose sa demande, la cour souligne que la force légale du contrat ne vaut « que pour autant que la licéité de la convention ne soit pas entachée d'une contestation sérieuse », et elle indique aussitôt :

« Que tel n'est pas le cas en l'espèce dès lors qu'il n'est pas contesté que les prêts en cause sont soumis, après une première période de taux fixe, à un taux variable, sans qu'aucun plafond de ce taux ne soit prévu, ce qui contrevient à l'interdiction pour ces collectivités de souscrire des contrats spéculatifs et renvoie aux conditions de passation de ces prêts au regard notamment de cette contrainte légale et de l'obligation de conseil de la Royal Bank. »

Ce passage est capital, car il est dit que les produits structurés sans aucun plafond peuvent être considérés comme des contrats spéculatifs, et que leur signature contrevient à l'interdiction faite aux collectivités de souscrire de tels contrats. La cour en profite pour rappeler à la banque son obligation de conseil en la matière. Du fait de cette obligation, la banque n'aurait pas dû proposer à la collectivité de signer de tels contrats et, en y contrevenant, elle a engagé sa responsabilité.

Même si en l'espèce le litige concernait des instruments de couverture, et non un emprunt, nous pensons que cette jurisprudence peut être étendue aux contrats d'emprunts structurés qui comportent des swaps ou dont les index, à l'instar de ceux des swaps, sont susceptibles de générer des taux exorbitants du fait de l'absence de plafond. C'est bien ce qui ressort de la décision de la Cour d'appel du 4 juillet 2012 qui précise :

« ... dès lors qu'il n'est pas contesté que les prêts en cause sont soumis, après une première période de taux fixe, à un taux variable, sans qu'aucun plafond de ce taux ne soit prévu, ce qui contrevient à l'interdiction pour ces collectivités de souscrire des contrats spéculatifs... »

C'est bien au plafond du taux des prêts que la Cour se réfère dans son arrêt lorsqu'elle évoque l'interdiction pour les collectivités de souscrire des contrats spéculatifs.

4 État des lieux de la doctrine

La doctrine désigne l'ensemble des écrits rédigés par des juristes et des experts qui

expliquent, interprètent, analysent, commentent et discutent des questions de droit posées par la législation ou des décisions de justice rendues par les tribunaux. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous allons passer en revue quelques débats portant sur des aspects essentiels des produits structurés.

Les banques jouent sur la difficulté de distinguer couverture et spéculation. Comme le reconnaissent Delphine Lautier et Yves Simon : « il est difficile de déterminer sans ambiguïté la nature des opérations effectuées sur les marchés dérivés. Distinguer spéculation, arbitrage, couverture et investissement n'est pas simple. »[31]
Pour Emmanuel Fruchard qui possède une expérience de la finance de marché, « La mention de la « nature spéculative » est un point primordial. En effet, les opérations de gestion de la dette peuvent être réparties en deux groupes :
- les opérations de couverture, qui visent à réduire le risque présent ou futur en équilibrant les charges et produits dans les années à venir ; par exemple en évitant qu'un scénario de taux d'intérêt, très bas ou très élevés, ne déséquilibre les finances de la collectivité ;
- les opérations spéculatives, qui visent à faire gagner de l'argent (ou à réduire la charge d'intérêt, ce qui revient au même). »[32]
Beaucoup de juristes considèrent que les emprunts structurés comportant une première période à taux bonifié suivi d'une seconde période au cours de laquelle le taux est déterminé à partir d'indices risqués, appartiennent sans l'ombre d'un doute à la catégorie des opérations spéculatives.

C'est ce constat sans appel que font Bruno Wertenschlag, Olivier Poindron, Isabelle Kébé et Étienne Favre[33] dans un dossier spécial du Courrier des maires intitulé « Gestion de la dette : les relations banques-collectivités », lorsqu'ils écrivent :
« ... les contrats faisant supporter un taux fonction de l'évolution d'indices « exotiques » (comme par exemple les « produits de change », consistant en un pari sur l'évolution du cours de devises), en tant qu'ils présentent une volatilité très élevée, et que les ressources des collectivités locales sont par hypothèse en euro, constituent des opérations spéculatives, contraires à l'intérêt public local. »[34]

Hervé Alexandre, professeur à l'Université Paris-Dauphine partage également ce point de vue lorsqu'il avance :
« Là où la stratégie de couverture devient moins évidente, c'est lorsqu'une collectivité territoriale ajoute un produit dérivé de change à une dette. [...] Associer un produit de change à une dette contractée dans sa propre devise n'est rien d'autre que de la spéculation, le delta de la couverture étant proche de 0. [...]... l'absence de lien direct entre la dette et le produit dérivé contracté fait de cette position une position spéculative et non pas de couverture. »[35]

Jean-Louis Vasseur, avocat associé de la SCP Seban & Associés, est tout aussi catégorique :
« S'agissant de produits structurés comportant des instruments complexes et risqués pour une collectivité, ceux-ci peuvent être considérés comme spéculatifs... »[36]
Selon un autre spécialiste, Frédéric Marty, le caractère spéculatif des produits souscrits par les collectivités ne fait aucun doute. Pour lui, les contrats d'échange de taux d'intérêt (swap de taux) permettent à une collectivité « de parier sur la baisse des taux d'intérêts, à laquelle elle sera désormais intéressée », sur la base « d'un argument « spéculatif » »[37].

Le point de vue des analystes de l'agence de notation FitchRatings est également sans appel :
« les nombreux contrats apparus ces dernières années et qui conditionnent, par exemple, le niveau futur des charges financières au taux de change de devises étrangères, sont clairement spéculatifs. De plus, le lien entre l'intérêt général à « caractère local » avec les contrats indexés sur des devises étrangères n'est pas flagrant. »[38]

Et ces auteurs de relever cette autre incongruité :

« Il est paradoxalement plus contraignant pour une collectivité de souscrire des produits de couverture que des produits spéculatifs. »[39]

Pour Michel Klopfer, consultant réputé en finances locales, les banques portent l'essentiel de la responsabilité des problèmes générés par les emprunts toxiques « en tant que concepteurs initiaux de montages totalement spéculatifs qui ont amené des organisations publiques (collectivités, hôpitaux, organismes de l'habitat...) à leur vendre des options de taux et/ou de change... »[40]

Les consultants de Fitchratings avaient déjà relevé la perversité du montage des banques consistant en « l'association d'un prêt amortissable classique à taux fixe ou à taux variable et d'un contrat ou d'une combinaison de contrats dérivés qui incluent quasi systématiquement la vente d'un contrat d'option : contrat d'achat ou de vente à terme d'un actif sous-jacent pour un montant (valeur d'exercice) fixé au début du contrat. »[41]

La vente de cette option ne vient pas couvrir un risque mais « dégager les ressources permettant de bonifier le taux d'intérêt durant les premières années. »[42]

L'avocat Hugues Bouchetemple, se montre plus réservé. Il relève que la Cour de cassation qui ne retenait auparavant que « l'opération « structurellement » spéculative, qui, par son seul mécanisme, expose l'investisseur à un risque de perte supérieur à son investissement initial »[43], l'a par la suite étendu cette notion aux opérations « conjoncturellement » spéculatives, « pour lesquelles le risque de l'investisseur n'excède pas la limite de son apport initial [...] mais l'expose néanmoins à un fort aléas boursier »[44], une extension que l'avocat juge contestable. Mais, lorsqu'il fait le constat que les décisions de justice considèrent comme opération non spéculative un swap passé par une collectivité dans l'intention de couvrir un aléa en échangeant un taux variable contre un taux fixe et lorsqu'il observe que la circulaire du 15 septembre 1992 considère que le swap n'est pas une opération non spéculative lorsqu'il a pour effet de réduire le risque de variation de l'endettement et qu'il existe une corrélation entre l'élément couvert et le contrat de swap, Hugues Bouchetemple avance : « Dans ces conditions, si ces critères devaient être maintenus par la Cour de cassation, les swaps fondés sur des sous-jacents, ou des emprunts structurés fondés sur des indices totalement décorrélés du contrat d'emprunt (autres que taux ou devises pour un emprunt multidevises) pourraient être considérés comme des opérations spéculatives. Il pourrait en être de même lorsque l'indice est corrélé à l'opération de financement, mais que le montant payable par la banque n'est pas déterminable à l'avance, notamment lorsque la collectivité, pour des raisons d'opportunité, alors qu'elle est endettée à taux fixe, décide de s'exposer à un taux variable. »[45]

Il ressort de cet état des lieux de la doctrine que la plupart des juristes de premier plan considèrent une grande partie des produits structurés comme des emprunts spéculatifs auxquels doit s'appliquer la réglementation régissant les instruments de couverture.

5. Analyse des contrats d'emprunts structurés

Nous l'avons précisé au début de ce travail, la spéculation peut être définie par trois éléments qui se cumulent et se complètent : un risque, un pari et un profit escompté. Or, si l'on examine les contrats de prêts structurés proposés aux acteurs publics locaux à l'aune de ces trois éléments, la nature spéculative de ces contrats apparaît au grand jour.

Sans rentrer dans le détail de tous les types d'emprunts structurés – pour information, en 2008 Dexia commercialisait 223 contrats différents[46] – un examen synthétique de leurs caractéristiques essentielles, susceptibles d'être associées au sein d'un seul et même produit, fait ressortir leur nature spéculative[47]. Citons notamment :

- des contrats de swaps le plus souvent sans plafond ;
- des contrats d'option faisant notamment dépendre le taux de la parité entre des monnaies (l'euro et le franc suisse par exemple) ;
- des contrats à terme construits sur des CMS (constant maturity swaps), des opérations d'échanges périodiques d'intérêts entre un taux long glissant et un taux court ;
- le recours à des indices dits « exotiques », comme les matières premières (le pétrole par exemple), les actions, voire les indices propriétaires ;
- le recours à l'effet de levier ou multiplicateur permettant de multiplier jusqu'à 5, 7 voire 10 le taux d'intérêt lorsque le sous-jacent sur lequel est indexé ce taux atteint un niveau donné ;
- l'effet de change qui voit le taux indexé sur la parité de deux monnaies ou sur l'écart entre les parités de plusieurs monnaies ;
- l'effet de pente qui voit l'emprunteur payer un certain taux tant que l'écart entre deux taux de maturité différente (par exemple un taux 2 ans et un taux 10 ans) n'atteint pas un certain niveau. Si ce seuil est atteint, l'emprunteur paie un autre taux avec une de deux millénaires, ce principe existait déjà dans la Grèce ancienne, car Aristote, que nous citons en exergue, considérait comme des « hommes prudents », « les personnes qui s'entendent à l'administration d'une maison ou d'une cité. »[50]

[1] Nicholas Kaldor, « Spéculation et stabilité économique » (1939), Revue française d'économie, Volume 2, N° 3, 1987, p. 118.

[2] Bertrand Jacquillat, Les 100 mots de la finance, Puf, Que-sais-je ?, Paris, 2011, p. 15.

[3] Ibid.

[4] Ibid.

[5] <http://www.pauljorion.com/blog/?p=57581>

[6] Cette disposition s'inscrit en continuité avec l'article 138 de l'ordonnance de Louis XIII du 15 janvier 1629, dite Code Michau, qui indiquait : « Déclarons toutes dettes contractées pour le jeu nulles, et toutes obligations et promesses faites pour le jeu, quelque déguisées qu'elles soient, nulles et de nul effet, et déchargées de toutes obligations civiles ou naturelles.»

[7] Accessible par le lien : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/pdf/rap-enq/r3034.pdf>

[8] Ibid., p. 12.

[9] <http://lecercle.lesechos.fr/entreprises-marches/finance-marches/finances/221173392/donnons-definition-juridique-speculation>

[10] Ce principe implique l'exactitude, la cohérence et l'exhaustivité des informations fournies. Les dépenses ne doivent pas avoir été sous-évaluées et les recettes surestimées. La collectivité doit pratiquer les amortissements (immobilisation des sommes correspondant à la dépréciation d'un bien et nécessaires à son renouvellement) et les provisions (notamment pour les risques afférents aux litiges, les garanties d'emprunt et les aides financières directes accordées à des entreprises en difficulté).

[11] Circulaire n° NOR : INTB9200260C du 15 septembre 1992, p. 4.

[12] Ibid., p. 6.

[13] Ibid., p. 4.

[14] Ibid., p. 7.

[15] Ibid.

[16] Ibid., p. 8.

[17] D'un point de vue comptable, une opération de refinancement de dette consiste dans le remboursement d'un emprunt auprès d'un établissement de crédit suivi de la souscription d'un nouvel emprunt. Le refinancement se distingue de la renégociation de dette, qui consiste en une simple modification des caractéristiques financières du contrat initial. La renégociation d'une dette n'entraîne donc aucun flux de trésorerie contrairement au refinancement.

[18] Circulaire n° NOR : IOCB1015077C du 25 juin 2010, p. 13.

[19] Michel Klopfer, « Emprunts toxiques : quelles pistes de sortie après la décision du

Conseil constitutionnel de décembre 2013 », à paraître.

[20] Dans son « avis n° 32 relatif à la comptabilisation des options de taux d'intérêt », le Conseil national de la comptabilité « estime que ne peuvent être qualifiées d'opérations de couverture que les opérations qui présentent les caractéristiques suivantes : – les options achetées doivent avoir pour effet de réduire le risque de variation de valeur affectant l'élément couvert ou un ensemble d'éléments homogènes (risque de taux d'intérêt, dépréciation de capital, etc.)... »

[21] Circulaire n° NOR : IOCB1015077C du 25 juin 2010, p. 14.

[22] Emmanuel Fruchard donne l'exemple d'un contrat construit sur un différentiel entre un taux de swap long terme de 10 ans et un taux de swap de 2 ans. (Emmanuel Fruchard, *Après les emprunts toxiques : comprendre les contrats de prêts aux collectivités locales*, La Lettre du Cadre Territorial, dossier d'experts, n° 744, Territorial éditions, Voiron, 2012, pp. 171-172 ; cf. également pp. 80-81.). À l'occasion de son audition par la commission d'enquête parlementaire le 18 octobre 2011, Michel Klopfer revient sur le mécanisme des premières périodes de bonification des produits structurés en déclarant : « Les cadeaux initiaux ont été amortis à coups de multiplicateurs de 5 ou de 10. Voilà ce qui s'est passé. » (Assemblée nationale, Rapport n° 4030, commission d'enquête sur les produits financiers à risque souscrits par les acteurs publics locaux, 6 décembre 2001, p. 394).

[23] Michel Klopfer, « Emprunts toxiques : quelles pistes de sortie après la décision du Conseil constitutionnel de décembre 2013 », op. cit.

[24] Décision du 28 janvier 2014, 9^{ème} chambre 1^{ère} section n° RG : 10/03746.

[25] Cour des comptes, *La gestion de la dette publique, rapport public thématique*, juillet 2011, pp. 40-41.

[26] Ibid., pp. 70-71.

[27] Tribunal de commerce de Toulouse 27 mars 2008, *Société Patrimoine Languedocienne c/ Caisse d'Épargne Midi Pyrénées et Société Ixis Corporate Investment Bank*, JCP Entreprises, 20 novembre 2008, n° 2387, p. 22.

[28] Bulletin des annonces légales obligatoires, n° 119, 1^{er} octobre 2008.

[29] Le swap de taux est une opération au terme de laquelle une banque s'engage à prendre en charge les intérêts dus par son client à une autre banque, le client de son côté s'engageant à payer des intérêts calculés sur la base d'un nouveau taux. Ce type de produit est utilisé par les collectivités dans le cadre de la gestion de leur dette.

[30] Il s'agissait de deux swaps « snowball » (« boule de neige »), dont la particularité est de reposer sur des taux d'intérêt cumulatifs : c'est-à-dire que les augmentations de taux d'intérêt s'additionnent et peuvent atteindre des niveaux très élevés [31] Delphine Lautier, Yves Simon, *Les 100 mots des marchés dérivés*, Puf, Que-sais-je ?, Paris, 2011, p. 66.

[32] Emmanuel Fruchard, op. cit., p. 19.

[33] Bruno Wertenschlag et Olivier Poindron sont respectivement avocat associé et consultant chez Fidal, Isabelle Kébé et Étienne Favre sont respectivement présidente directrice générale et chef de mission équipe marché chez FCL.

[34] Bruno Wertenschlag, Olivier Poindron, Isabelle Kébé et Étienne Favre, « Gestion de la dette : les relations banques-collectivités », *Le Courrier des maires et des élus locaux*, Cahier n° 53, mars 2012, n° 255, p. VII.

[35] Hervé Alexandre, « Banques, collectivités et prêts toxiques : des responsables ou des coupables ? », *Option Finance*, n° 1192, 15 octobre 2012, p. 9.

[36] Jean-Louis Vasseur, « Emprunts toxiques : les recours possibles devant le juge civil », *Revue Lamy des collectivités territoriales*, n° 83, octobre 2012, p. 62.

[37] Frédéric Marty, *Crise financière et hausse du coût de la dette des collectivités locales*, Cahier de recherche GIREF, 03-2008, p. 7.

[38] FitchRatings, « La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ? », 16 juillet 2008, p. 3.

[39] Ibid.

[40] Michel Klopfer, « Emprunts toxiques : quel partage du coût de sortie entre contribuable local et contribuable national ? », *Gestion & Finances Publiques*, n° 5, mai 2013, p. 3.

[41] FitchRatings, *ibid.*, p. 4.

[42] Ibid.

[43] Bugues Bouchetemble, « La responsabilité des prestataires des services d'investissement en matière de produits dits « toxiques ». Le cas des collectivités territoriales, Droit & Patrimoine, n° 206, septembre 2011, p. 26.

[44] Ibid.

[45] Ibid., p. 27.

[46] Rapport n° 4030 de l'Assemblée nationale, p. 302.

[47] Pour une présentation plus précise des différents emprunts structurés, voir en particulier le Rapport n° 4030 de l'Assemblée nationale (pp. 14-27), Patrick Saurin, Les prêts toxiques : une affaire d'État. Comment les banques financent les collectivités locales, Demopolis & CADTM, Paris, 2013, pp. 33-58 et Emmanuel Fruchard, Comprendre les contrats de prêts aux collectivités locales, op. cit.

[48] Didier Truchet, Jean-Éric Shoettl, Edmond Honorat, Bernard Thiry, Alexander Schaub, Jean-Jacques Laffont et Jean Barthélémy, « Réflexions sur l'intérêt général », Rapport public 1999 du Conseil d'État.

[50] Aristote, op. cit., VI, 5 1140b.

URL source: <http://blogs.mediapart.fr/blog/patrick-saurin/140314/pourquoiles-emprunts-toxiques-sont-des-emprunts-speculatifs>

Document n°9 "Dexia a été prise au piège de la crise mondiale systémique de 2008. " le Monde du 19.07.2013 Par Anne Michel

Depuis son éviction, à l'automne 2008, de la présidence du conseil d'administration de Dexia, qu'il fonda et développa vingt ans durant, Pierre Richard est resté silencieux. Ce haut fonctionnaire, polytechnicien, ne s'est exprimé qu'en de rares occasions, limitant ses apparitions publiques.

Voici ce qu'il a déclaré à la Cour des comptes, en réponse au rapport des magistrats sur l'analyse du sinistre bancaire, des propos joints en annexe au rapport :

"Dexia, loin d'être née d'une initiative aventureuse mal conduite, est le fruit d'une conception mûrement réfléchie dans les années 1980 et fondée sur une vision précise de son modèle économique de développement, tous éléments présentés publiquement en toute transparence. Ce modèle a été ébranlé par les deux crises financières successives de 2008 et 2011, sans précédent par leur violence et leur ampleur."

M. Richard interpelle les régulateurs, qui, selon lui, n'ont jamais tiré la sonnette d'alarme : *"Ce modèle économique, mis en cause par ces crises, était-il non pertinent et comportait-il de graves défauts originels ? Pourquoi aurait-il alors pu fonctionner pendant vingt ans, sans faire l'objet d'avertissements ou de contestations de la part des régulateurs, investisseurs, agences de notation, analystes ?"*

"De même qu'une entreprise fortement exportatrice peut être mise à mal par une variation brutale des parités de change, le modèle de Dexia, du fait de sa spécificité de banque du secteur public bénéficiant d'une grande facilité d'accès aux marchés, a été frappé au cœur à la fois par la grave déstabilisation des marchés, notamment interbancaire, et la crise des dettes souveraines", poursuit M. Richard.

"Des erreurs d'appréciation ont pu être commises, mais elles ne peuvent être considérées comme la source première des difficultés et il n'y a pas eu, à ma connaissance, avant 2008, de manquements délibérés à la réglementation, chacun ayant agi de bonne foi dans le respect des règles de l'époque", ajoute-t-il.

"LE CHOC FATAL"

L'ancien dirigeant revient sur les belles années de croissance de Dexia : *"Avant de se trouver pris dans la tourmente de la crise financière, Dexia a été une institution pionnière marquée par l'esprit d'entreprise : première à faciliter, pour les collectivités locales, l'accès aux marchés financiers ; première à vouloir fonder un établissement bancaire proprement européen."*

Il souligne que tout le secteur bancaire a été ébranlé par les crises financières, que la raréfaction des liquidités a mis à mal les modèles : *"Nous savons depuis 2008 que ni la permanence ni la rationalité des marchés financiers ne sont assurées sur le long terme (...). Dexia (...) a été prise au piège de la crise mondiale systémique de 2008."*

"En 2008, poursuit le responsable, la quasi-totalité des banques ont dû faire l'objet de mesures de soutien ou de sauvetage, en fonds propres et/ou en liquidité, y compris en France. Certaines ont encouru des pertes considérables (...). Qu'on songe à celles de RBS dont le renflouement a coûté plus de 40 milliards de livres (...). Dans ce contexte, la recapitalisation de Dexia, les garanties de liquidité ou les pertes apparaissent comme les éléments d'une crise d'ensemble du système financier."

Puis il commente "le choc fatal" de la crise des dettes publiques : *"Cette crise a mis à bas le plan de restructuration de Dexia de 2008, qui devait lui permettre de transformer son modèle économique, en particulier de mieux le préparer à affronter toute nouvelle crise de liquidité. Une source importante des pertes de Dexia a été la conséquence de son exposition au risque souverain grec."*

Dexia: une faillite immense et impunie

19 juillet 2013 | Par Martine Orange – Mediapart.fr

6,6 milliards d'euros ! À ce stade, c'est le coût payé par la collectivité pour la faillite de Dexia, selon les calculs de la Cour des comptes. Mais l'addition finale pourrait être encore beaucoup, beaucoup plus élevée, a prévenu Didier Migaud, président de la Cour jeudi, lors de la présentation de ce rapport accablant (lire ici). *« Au-delà des coûts constatés à ce jour, Dexia représente des risques importants et durables pour les finances publiques françaises »*, écrivent les auteurs du rapport, rappelant que les engagements pris par Dexia s'étalent sur une très longue période. La Cour des comptes ne donne pas de date précise. En juin, un article des *Échos* évoquait un délai de 63 ans – c'est-à-dire jusqu'en 2076 ! – pour arriver jusqu'à l'extinction complète du portefeuille de prêts de 266 milliards d'euros de Dexia.

Le plan de démantèlement de la banque, validé par la Commission européenne, n'est prévu que jusqu'en 2020, laissant la suite dans l'inconnu. Mais d'ici là, il peut se passer tellement de choses. Le rapport relève que tout a été bâti à partir d'hypothèses bien optimistes. Il est prévu qu'après une période de récession en 2012 et 2013, la croissance reviendra. Les taux longs, qui sont anormalement bas, retrouveraient alors des niveaux plus élevés, soulageant d'autant la structure de financement des structures (Sfil et Caffil) chargées de l'extinction de la banque. Dans ce scénario idéal, les conditions de financement seraient sensiblement améliorées, et ces structures de défaisance pourraient retrouver un accès normal au marché.

Et si rien ne se passe comme prévu ? L'État français est actionnaire de Dexia aux côtés de l'État belge et il a donné des garanties à hauteur de 38,75 milliards d'euros. Celles-ci seraient appelées en cas de difficulté. De même, le bilan de la banque a été replâtré de telle sorte que la moindre dépréciation d'actifs supplémentaires pourrait amener la banque à se retrouver à nouveau sans fonds propres, obligeant l'État à la recapitaliser en urgence, comme il a déjà dû le faire en décembre dernier en lui apportant 2,5 milliards d'euros. La Caisse des dépôts n'est pas non plus en reste, puisque c'est elle qui assure en ce moment le financement des structures de défaisance, en empruntant quelque 12 milliards d'euros sur les marchés en son nom avant de les leur re-prêter à un taux dérisoire.

Enfin, il reste le dossier des emprunts toxiques. Les impayés s'alourdissent – environ 100 millions d'euros – alors que les collectivités locales contestent ces prêts toxiques devant la justice. Le tribunal de Nanterre a déjà donné une fois raison à des collectivités de la Seine-Saint-Denis qui avaient plaidé l'absence de conseil et le non-respect de la loi sur les crédits. *« Cette jurisprudence, si elle devait être confirmée en appel, porte un risque de plus de 9 milliards d'euros pour la SFIL, ce qui excède très largement ses fonds propres »*, rappelle en mémoire, Pierre Mariani, ancien dirigeant de Dexia entre 2008 et 2012, dans sa réponse au rapport.

La simple addition de ces conditions donne le vertige : ce sont des dizaines de milliards d'euros, correspondant à plusieurs points de PIB, qui sont en risque, à la merci des aléas de la conjoncture et des événements. Et on comprend pourquoi la Cour des comptes s'en inquiète. Elle est bien la seule. Au ministère des finances, pourtant si prompt à traquer les dépenses sociales ou quelques avantages collectifs, le dossier Dexia semble à peine exister. Personne

n'en parle. Les milliards perdus paraissent brusquement peser bien moins lourd que ceux de la retraite, de la santé, ou de l'éducation. Il ne faut pas revenir sur les erreurs de l'oligarchie.

Bousculant la bienséance, le rapport de la Cour des comptes, lui, y revient longuement. Car la faillite de Dexia n'est pas simplement due à une crise financière historique. Elle est liée aussi – surtout – à des erreurs stratégiques majeures, à des dirigeants emportés par la folie des grandeurs et leur volonté d'enrichissement personnel, à des structures de contrôles allant du conseil d'administration aux autorités prudentielles muettes et inconsistantes.

La fragilité de Dexia était inscrite dès sa création, rappelle le rapport. La banque, d'abord spécialisée dans les prêts aux collectivités locales, consentait des crédits à très long terme mais n'ayant que peu de dépôts, était obligée de se financer constamment à court terme sur les marchés. Tout cela fonctionnait quand le Crédit local de France, l'ancêtre de Dexia, était placé sous la puissance tutélaire de la Caisse des dépôts. Mais, après la privatisation arrachée par effraction par son dirigeant, Pierre Richard, les conditions avaient radicalement changé. L'association avec le Crédit communal de Belgique pour fonder Dexia ne pouvait remplacer la protection de la CDC.

Loin de tenter de corriger cette fragilité, l'équipe dirigeante l'a encore accentuée. Tout au long des années 2000, elle a mené une expansion tous azimuts, la partie belge et la partie française poursuivant chacune dans son coin sans grande concertation, et surtout sans intégration, ses projets. Dexia se rêve alors comme le premier banquier des collectivités locales dans le monde. La banque se lance au Japon, aux États-Unis, en Italie, en Espagne. Elle se veut à la pointe de l'innovation financière, se gorge de subprimes, rachète un réhausseur de crédit. Son bilan explose, passant de 245 à 651 milliards d'euros en moins de dix ans. Faisant jouer l'effet de levier à plein – le ratio est de 41 fois ses fonds propres, souligne le rapport –, elle affiche une rentabilité surprenante, verse des dividendes colossaux. En 2007, la direction se donne pour objectif une croissance annuelle de 10 % de ses bénéfices et de 15 % de ses dividendes sur les dix années à venir.

« Le modèle de Dexia supposait un fonctionnement normal des marchés, un accès sans difficulté aux financements extérieurs », notent les rapporteurs. Mais les marchés ne fonctionnent pas toujours normalement. En 2007, tout commence à se dérégler. Très impliqué dans le marché municipal américain et les produits dérivés, Dexia est normalement aux premières loges pour voir venir la crise des subprimes. Pourtant, la banque ne fait rien. Au contraire, elle augmente encore ses expositions, en se félicitant d'être préservée de la crise. Cette année-là, ses engagements progressent encore de 17 %.

Silences et complaisances

« Le conseil d'administration, qui comptait peu d'experts ou de professionnels aguerris des questions bancaires, ne s'est pas opposé à une telle stratégie, qui a perduré jusqu'au milieu de l'année 2008, c'est-à-dire bien trop longtemps compte tenu de la montée des risques et de la dégradation rapide du résultat du groupe », relève, assassin, le rapport. Celui-ci insiste sur le dysfonctionnement patent de ce conseil : à partir de 2006, toutes les interventions des administrateurs sont retranscrites de façon anonyme dans les comptes-rendus des conseils. Les procès-verbaux ne sont d'ailleurs que des synthèses succinctes des discussions du conseil.

Malicieusement, la Cour des comptes a mis en annexe du rapport la composition de ce conseil sourd, muet et aveugle. On y retrouve les noms de Gilles Benoist, très lié à Pierre Richard depuis l'époque de la privatisation du Crédit local de France, directeur pendant des années de la CNP – le groupe d'assurance dépendant de la CDC – et qui ambitionnait d'en prendre la présidence l'an dernier, en tant que président de comité d'audit ; celui de Denis Kessler, président de la Scor et membre influent du Medef, comme président du comité de rémunérations ; celui d'André Levy-Lang, ancien président de Paribas, comme membre du comité d'audit et du comité stratégique. Des sommités dans le monde financier et patronal français, qui ne se privent pas de donner des conseils sur la gestion de la France. Qu'ont-ils fait, qu'ont-ils dit pendant tout ce temps ?

En matière de complaisance et d'aveuglement, les autorités prudentielles ne sont pas en reste. Officiellement, il est vrai, tous les chiffres sont là pour confirmer la bonne santé de Dexia. La banque affiche une des meilleures rentabilités du secteur. Même si elle utilise des effets de leviers gigantesques, son ratio de fonds propres est même plus élevé que la moyenne. Pour les autorités de contrôle, il n'y a donc aucune raison d'aller voir plus loin. Le questionnement est d'autant plus malvenu que la France et la Belgique se partagent le dossier. Dexia joue de cette complexité et des susceptibilités nationales qui existent encore : l'autorité prudentielle belge a refusé de transmettre ses rapports à la Cour des comptes. Mais au bout du compte, lorsque ces établissements supranationaux qui contestent toute entrave des États se retrouvent en difficulté, c'est vers les États d'origine que tous se tournent pour présenter la note. Cela a été le cas pour Dexia comme pour toutes les banques en faillite pendant cette crise.

Alors que la planète financière tremble après l'écroulement de Lehman Brothers en septembre 2008, Dexia se retrouve en crise de liquidité et au bord de l'écroulement, moins de quinze jours plus tard. La Cour des comptes revient longuement sur les péripéties qui entourent le sauvetage de la banque, les États étant appelés en urgence à la rescousse. La panique, l'impréparation, l'absence totale de données fiables sur la réalité des engagements de la banque dominent ce plan de sauvetage, le tout pimenté par des considérations de politique intérieure de chaque État.

Mais le plus surprenant est l'attitude de la commission européenne. Les secours de la Belgique et de la France apportés à Dexia sont considérés comme des aides publiques, radicalement prohibées par les traités européens. Comme il est impossible de laisser tomber Dexia, considérée comme un risque systémique – elle a toutes les grandes banques mondiales en contrepartie –, la commission accepte que les États belge, français et luxembourgeois fournissent argent et garanties à l'établissement bancaire. Mais tout cela est considéré comme des aides faussant la concurrence. Alors, elle exige des contreparties. La commission demande naturellement que la banque diminue ses engagements et son bilan. Mais elle fait tout surtout pour que les États ne puissent pas revendiquer un pouvoir allant de pair avec leurs aides financières.

En fin de compte, les actionnaires précédents de Dexia, qui auraient dû être lessivés, seront préservés et n'auront rien à apporter. Les États sont mis à contribution mais circonscrits. Surtout, la solution négociée aboutit à un plan bancal et ruineux, qui ne tient pas trois ans.

La nouvelle équipe de direction, mise en place fin 2008, s'est essayée à circonscrire l'incendie. Elle a liquidé tout ce qu'elle pouvait aux États-Unis, diminué les expositions aux subprimes, tenté de réduire les besoins de financement à court terme – ils sont passés en trois

ans de 220 à 96 milliards d'euros. Mais en 2011, elle se retrouve piégée par la crise des dettes souveraines en Europe.

Dexia a un énorme portefeuille obligataire, plus de 100 milliards d'euros. Même si jusqu'à la crise de l'euro, ces titres sont considérés comme les plus sûrs, les révélations de la Cour des comptes sur la structuration de son portefeuille laissent songeur : Dexia a la plus forte exposition de toutes les banques internationales aux dettes grecques, italiennes, espagnoles, portugaises.

Pourquoi les dirigeants de la banque n'ont-ils pas cherché à diminuer cette exposition avant la crise ? Dans sa réponse, Pierre Mariani se justifie en expliquant que les dettes souveraines n'étaient pas un problème à l'époque. Les vendre aurait conduit à accepter de prendre des pertes supplémentaires. Enfin, ajoute-t-il, la priorité de la banque était d'assurer sa liquidité, les titres obligataires lui permettaient de déposer les garanties demandées par la banque centrale pour obtenir des financements, alors que tous les marchés lui étaient fermés. Certes. Mais on ne peut s'empêcher de penser que Dexia a fait office dès cette date de *bad bank* pour le monde bancaire, qui tenait déjà pour acquis que toutes les pertes seraient transmises à la collectivité.

Une nouvelle fois étranglée, Dexia s'est écroulée. Cette fois-ci, les gouvernements ont jugé qu'il n'y avait plus qu'une issue : le démantèlement de la banque.

«La Cour n'a pas relevé d'actions de mise en cause des anciens dirigeants»

Qui est responsable ? Compte tenu de l'ampleur de la faillite, des risques qui pèseront encore longtemps sur les finances publiques, le rapport de la Cour des comptes estime qu'il est impossible d'éluder cette question. *« La question des responsabilités n'a été que peu évoquée. Elle est néanmoins centrale au vu des interventions publiques dont a fait l'objet la société. La Cour n'a pas relevé d'actions de mise en cause de la responsabilité des anciens dirigeants, que ce soit à l'initiative des actionnaires ou des États, entrés au capital à compter de 2008. Elle n'a pas eu connaissance d'études juridiques ou de réflexions menées en ce sens au sein de l'Agence des participations de l'État. Interrogés sur la possibilité de mettre en jeu la responsabilité du précédent management, les dirigeants, nommés en 2008, ont indiqué ne pas avoir reçu d'instruction en ce sens de la part des États actionnaires. De leur point de vue, un contentieux avec le précédent management était porteur de risques : il pouvait ternir encore davantage l'image publique de Dexia », écrit le rapport.*

Tout est dit : ni l'État, ni les actionnaires, ni l'administration, ni la direction n'ont eu envie ni même imaginé de soulever la périlleuse question de la responsabilité. L'éviction de l'ancienne équipe dirigeante était déjà une sanction assez lourde, brutale même. Il convenait de ne pas en rajouter. Tous sont partis en conservant naturellement tous les avantages acquis – et quels avantages ! –, comme le détaille le rapport.

Car à partir du début des années 2000, les dirigeants sont très attachés à assurer leur avenir personnel. Outre leur rémunération confortable, ils pensent à leur retraite. Le régime de retraite du Crédit local de France leur assurait déjà une rente complémentaire de 20 % de leur salaire à partir de 65 ans. Mais 20 %, ce n'est pas assez. Alors avec l'agrément du conseil, le taux est porté à 30 % puis à 60 % puis à 75 %, voté chaque fois avec le plein soutien des administrateurs. *« Le régime n'a jamais concerné qu'un petit nombre de bénéficiaires aisément individualisables (...) Il a évolué en phase avec les intérêts des principaux*

dirigeants. Il n'a cessé d'être amélioré jusqu'en 2005, peu de temps avant la liquidation des droits de l'administrateur délégué (Pierre Richard, ndlr) », notent les rapporteurs. Ils insistent : « Le capital initial mobilisé par la société, pour six bénéficiaires, s'est élevé au total à 20 595 129 €, allant d'un capital individuel de 1 338 883 € à 11 838 964 €. Ces capitaux permettaient à l'origine le versement de rentes brutes annuelles allant de 60 872 € à 563 750 € », ajoutant que dans le calcul des pensions, les retraites de la fonction publique ont été exclues. La plupart pourtant en viennent. Certains même y retourneront après la débâcle de Dexia, comme Bruno Deletré et Rembert von Lowis qui réintégreront leur corps d'origine. L'Inspection des finances n'a pas pour habitude de renier les siens.

La Cour des comptes s'étrangle devant cette impunité et se demande comment l'État a pu accepter de tels faits, ne pas contester ces retraites chapeaux injustifiées. Elle rappelle la mauvaise volonté mise par chacun pour envisager une procédure. À chaque étape, chacun soulève une objection : une fois, c'est l'image de la société, une fois c'est un contrat privé qui ne peut être attaqué, une autre fois c'est l'absence de responsabilité évidente. Ce n'est qu'en octobre 2011 qu'un administrateur représentant l'État français va demander qu'un recours juridique contre les anciens dirigeants soit examiné.

Le rapport raconte la suite de l'histoire. Édifiante. *« Le principe de ce recours a été décidé en conseil d'administration du 14 décembre 2012 si aucune transaction avec M. Pierre Richard n'était finalisée avant la date du 13 mars 2013 (date ultime pour la remise en cause avant 10 ans de la décision de 2003). Une transaction a concerné M. Pierre Richard, le 11 mars 2013. Il renonçait à la moitié de sa rente, limitée à compter du deuxième trimestre 2013, à 300 000 € par an. Le montant calculé ne prend pas en compte les retraites de l'intéressé au titre des années passées dans la fonction publique. Le conseil d'administration a accepté cette transaction, et a renoncé à tout recours. »* Un geste symbolique avait été fait. Cela suffisait.

Choquée par la négligence de l'État et de la haute administration publique, la Cour des comptes demande que le gouvernement examine très vite tous les recours juridiques possibles dans cette affaire, avant la date très proche de la prescription. *« L'exemple de Dexia montre que, sur le sujet de la mise en cause des responsabilités, les rigidités sont fortes quand il s'agit de tirer des conséquences, aux plans juridique et pratique, des fautes de gestion du management »,* insiste le rapport.

La Cour des comptes préconise la prise de nombreuses mesures pour corriger cela à l'avenir. *« En France, la réflexion sur l'équilibre entre la part laissée à l'application volontaire de l'autorégulation par les codes professionnels et celle relevant des obligations d'intérêt général de la loi mérite d'aller dans le sens d'un renforcement du contrôle des règles de gouvernance, notamment celles relatives aux politiques de rémunération des dirigeants. (...) Si la période précédente a, avec succès, mais aussi avec des effets pervers regrettables, aligné l'intérêt des dirigeants sur ceux des actionnaires, un changement de paradigme s'impose en alignant l'intérêt des actionnaires et des dirigeants sur celui de la collectivité, un mode de gestion trop risqué et finalement imprudent compromettant cet intérêt, lorsque l'entreprise fait appel aux deniers publics »,* dit-elle avant de préconiser l'instauration d'une disposition permettant de mettre en cause la responsabilité pénale des dirigeants de banques et d'assurance. *« Une telle loi a été votée en juin 2013 en Allemagne »,* note le rapport.

Ces recommandations vont à l'opposé des décisions récentes de Pierre Moscovici. Sur les rémunérations, il a opté pour l'auto-régulation plutôt que la loi (voir Un enterrement de première classe). Sur la responsabilité des dirigeants, il a exclu tout texte. La réponse du

ministre des finances au rapport de la Cour des comptes se trouve donc un peu embarrassée. Il assure être très vigilant sur les risques que fait peser Dexia sur les finances publiques. Il promet d'engager les recours juridiques nécessaires, avant qu'il ne soit trop tard. Pour le reste, toutes les failles, tous les manquements qui ont pu être relevés dans l'affaire Dexia sont en passe d'être corrigés. La grande loi sur la réforme bancaire pourvoit à tout.

URL source: <http://www.mediapart.fr/journal/economie/190713/dexia-une-faillite-immense-et-impunie>

AVANT-PROPOS DE M. CLAUDE BARTOLONE, PRÉSIDENT DE LA COMMISSION D'ENQUÊTE

Lorsque le 5 mai 2011, j'ai eu l'honneur de déposer comme premier signataire la proposition de résolution qui aboutira à la création de cette commission d'enquête, les collectivités territoriales mais aussi les autres acteurs publics locaux, avaient le sentiment d'être confrontés à une crise dont l'ampleur n'a été ni prévue ni rapidement appréhendée par les responsables publics.

Différents acteurs publics locaux ont ainsi souscrit, à partir des années 1990, des prêts structurés à taux variable, aux mensualités de remboursement moins importantes au départ, mais beaucoup plus risqués que les prêts à taux fixes ou variables classiques. Ces prêts avaient pour particularité d'être indexés sur des valeurs ou des rapports entre indices qui se sont révélés très volatils, entraînant une augmentation exponentielle des taux d'intérêt à régler. Ces produits financiers sont devenus une charge très lourde pour plusieurs collectivités territoriales, aggravant leur vulnérabilité dans le contexte budgétaire tendu que nous connaissons aujourd'hui. Certains élus ont employé l'expression « bombe à retardement », car ces produits ont été présentés, à l'époque de la souscription, comme une solution moderne de gestion active de la dette, et jamais comme l'instrument spéculatif qu'ils recelaient en réalité.

Les quelques mises en garde, montrant que tous les services de l'État n'avaient pas failli, mettent en lumière que cette situation n'était ni imprévisible, ni inéluctable. Pourtant, aucune mise en garde généralisée n'est intervenue avant que les premiers dérèglements, liés à la crise financière de 2008 et à l'augmentation soudaine de la volatilité des indices financiers sous-jacents, viennent montrer comment, en incitant les acteurs publics à spéculer avec les deniers publics, on leur avait fait courir des risques inconsidérés.

Les travaux de notre commission d'enquête, qui se sont déroulés dans un climat particulièrement favorable d'écoute et de coopération, ont ainsi été à la fois éclairants, édifiants et constructifs.

Éclairants, car les données que notre rapporteur a pu obtenir et synthétiser fournissent à la fois un état des lieux et des chiffres incontestables de l'ampleur de la situation à laquelle nous sommes confrontés. Avec 10 690 prêts structurés recensés, représentant un encours d'emprunts à risques de 18,8 milliards d'euros, il est impossible de soutenir, comme le faisait encore le Gouvernement au début de nos travaux, qu'il s'agit d'un problème concernant quelques cas isolés.

Édifiants, car les auditions que nous avons menées ont montré comment les établissements bancaires avec lesquels les acteurs publics locaux avaient historiquement noué des relations de confiance, leur ont proposé de façon systématique, et notamment à de nombreuses petites communes, des produits potentiellement toxiques, leur faisant courir à terme des risques sans qu'ils disposent des outils

nécessaires à leur gestion financière. La montée en puissance de ces emprunts indexés sur des formules toujours plus compliquées, toujours plus exotiques, s'est faite en l'absence totale de réaction de l'État, qui a largement failli dans sa mission de surveillance et de contrôle des pratiques commerciales des prêteurs au secteur local.

Travaux constructifs enfin, car si la commission d'enquête a cherché à déterminer les responsabilités des différents acteurs, elle s'est aussi penchée sur la recherche de solutions pour permettre aux collectivités et acteurs publics d'apurer les éléments toxiques de leur endettement, ainsi que sur la nécessité de fixer des règles qui éviteront aux collectivités et établissements publics de subir à l'avenir les conséquences financières de risques sous-jacents dont ils ne pouvaient mesurer toute la portée.

Trente ans après les lois Defferre de 1982, cet exemple ne peut que nous inciter à repenser le rôle de l'État dans la décentralisation, ainsi que les modes de financement des investissements publics locaux, question qui a été négligée par la puissance publique.

Car le principe constitutionnel de la libre administration des collectivités territoriales ne peut et ne doit signifier l'absence de règles et de cadre garantissant les modalités de l'action des collectivités. Il convient en particulier de rétablir une véritable transparence dans la gestion de l'endettement des acteurs publics locaux, trop longtemps laissé candidement entre les mains des banquiers et des seuls spécialistes.

Je me félicite du travail consensuel qui a pu être mené par notre commission d'enquête. Celle-ci a pu obtenir toutes les informations nécessaires de la part des différentes parties prenantes de ce dossier, sans que l'on oppose le secret bancaire à la recherche de la vérité.

Les solutions proposées par le rapport nécessiteront un réel volontarisme du Gouvernement et de ses services pour que soit résorbé l'encours de prêts structurés existants. Elles exigeront aussi d'engager un processus législatif pour mettre en place le cadre de l'endettement des collectivités et des établissements publics.

Au fur et à mesure de l'avancée des travaux de la commission, il est clairement apparu que ceux-ci ont permis à tous les responsables publics, locaux comme nationaux, une réelle prise de conscience des enjeux en termes d'accès au financement comme de sécurité pour le budget des acteurs publics locaux. C'est pourquoi ce rapport d'enquête ne peut être que la première étape d'une feuille de route, qui devra être rapidement mise en œuvre.

INTRODUCTION

Le présent rapport conclut les travaux de la commission d'enquête sur les produits financiers à risque souscrits par les acteurs publics locaux. Cette commission avait été créée par la résolution n° 675 adoptée par l'Assemblée nationale le 8 juin 2011 ⁽¹⁾ dans les conditions prévues par l'article 141 de son Règlement, lequel permet à un président de groupe d'opposition ou de groupe minoritaire de demander un débat sur une proposition de résolution tendant à la création d'une commission d'enquête, celle-ci ne pouvant être alors rejetée qu'à la majorité des trois cinquièmes des membres de l'Assemblée. La proposition de résolution avait été adoptée à l'unanimité par la commission des Finances le 25 mai 2011.

C'est à M. Claude Bartolone, premier signataire de la proposition ayant conduit à la création de la commission d'enquête, qu'est revenue la présidence de cette instance, en application de l'article 143 du Règlement.

La commission, composée de trente représentants de tous les groupes politiques de l'Assemblée, a procédé à 23 auditions entre le 6 juillet et le 29 novembre, au cours desquelles 80 personnes ont été reçues. Elle a également tenu quatre réunions dont deux débats d'orientation entre ses membres.

Au cours des six mois écoulés, le Rapporteur a rassemblé un maximum d'éléments objectifs et quantifiables afin de dresser un « diagnostic » de la situation, c'est-à-dire tout d'abord le montant de l'encours global des prêts structurés et au sein de celui-ci, la part de l'encours à risque. Pour cela, nous avons obtenu que les sept établissements de crédit actifs sur le marché des prêts au secteur local lèvent le secret bancaire : nous ont ainsi été communiqués les montants et les caractéristiques des 10 688 contrats de prêts souscrits par des acteurs publics locaux.

Le Rapporteur a également obtenu copie de cinq rapports confidentiels de l'Inspection générale des finances et de l'ancienne Commission bancaire.

Nous avons entendu les différentes parties concernées : les représentants des collectivités territoriales et autres acteurs publics ayant souscrit des emprunts à risque, les représentants des établissements bancaires ayant commercialisé ces emprunts, les représentants des services de l'État, au niveau local et central, qui auraient dû faire l'analyse de l'évolution de l'endettement local et de ses caractéristiques. Des spécialistes des finances locales ont été auditionnés et, enfin, les représentants des organes de surveillance et de contrôle des banques.

D'autres élus de collectivités connaissant de graves difficultés à cause de la hausse des taux d'intérêts de leurs emprunts auraient souhaité être entendus par la commission, afin de témoigner des erreurs commises par les élus qui les ont précédés ou de la rigidité dont font preuve aujourd'hui les établissements bancaires lorsqu'il leur est demandé de consentir à une solution viable pour la collectivité emprunteuse. La commission devant achever ses travaux dans un délai légal de six mois, il n'a pas été possible de recevoir toutes les personnes qui l'ont souhaité. Toutefois, nous pensons que les cas qui ont été examinés de manière approfondie étaient représentatifs des difficultés de nombreuses autres collectivités ou autres acteurs publics.

Cette commission d'enquête n'avait pas vocation à régler des comptes, mais à éviter que ces situations dangereuses ne se reproduisent. Elle devait soutenir les collectivités en difficulté et s'efforcer de trouver des solutions adaptées.

La première partie du rapport est consacrée à la description des emprunts et des swaps structurés, avec des exemples précis des formules utilisées. Nous avons évalué l'encours total des emprunts structurés, puis l'encours à risque, qui s'élève à 18,807 milliards d'euros pour l'ensemble des acteurs publics locaux, soit 58,6 % de l'encours total. Pour les seules collectivités territoriales, cet encours à risque représente 13,648 milliards d'euros, dépassant l'estimation avancée par la Cour des comptes dans son rapport public thématique paru en juillet dernier (2).

La deuxième partie du rapport montre que les responsabilités ont été partagées entre les élus qui ont souvent manqué de vigilance ou ne disposaient pas des compétences nécessaires pour comprendre les risques sous-jacents aux emprunts qu'ils contractaient,

les banques qui ont développé une politique commerciale systématique et très agressive, souvent trompeuse, et enfin, le troisième responsable, l'État, avec un contrôle superficiel localement et une certaine myopie de l'administration centrale face aux alertes qui apparaissaient ici ou là.

Nous avons vu que les banques se sont mises à inventer des formules de plus en plus sophistiquées et intrinsèquement risquées. Ces produits dits structurés présentent à très court terme des taux très avantageux, mais qui ont montré très vite, dans le contexte financier et monétaire perturbé que nous connaissons depuis 2007, qu'ils pouvaient vite sortir des prévisions rassurantes, du fait d'indexations sophistiquées.

Les collectivités ont été des proies parfaites pour les banques qui ont proposé ces produits structurés : elles doivent faire face à des besoins de financement importants liés au niveau élevé de leurs dépenses d'investissement, toujours équilibrées bien sûr par la fiscalité ; et, bien souvent, les collectivités concernées se trouvaient dans une situation délicate : ces produits paraissaient donc attirants. Elles sont de plus pour les banques une clientèle solvable, car elles offrent la garantie implicite de l'État, cadre très protecteur pour des créanciers.

Nous avons examiné quel rôle avaient joué les représentants de l'État dans ce dossier au cours des dernières années. En vertu du principe de libre administration des collectivités, l'État ne doit pas s'immiscer dans la gestion des affaires locales ; mais il a conservé un rôle de conseil et d'alerte, qui en l'occurrence n'a pas été rempli. Les organes de surveillance et de contrôle ne disposaient pas d'une mission étendue à la protection de l'acteur public emprunteur, mais il a été constaté qu'ils semblaient aussi s'être autolimités, ne voulant pas entrer dans l'analyse des caractéristiques et des dangers potentiels de ces nouveaux produits financiers qu'étaient les emprunts structurés.

La commission a examiné les réponses apportées par l'État depuis le déclenchement de la crise des emprunts toxiques, à partir de 2009 : la mise en œuvre de la charte de bonne conduite en 2009 et l'institution d'une médiation confiée à M. Éric Gissler. Il est apparu clairement que ces réponses n'étaient pas à la hauteur des besoins d'encadrement et de sécurisation du financement des acteurs locaux d'une part, et, d'autre part, de l'urgence à traiter de manière rapide de très nombreux dossiers d'emprunts dont les risques latents se révèlent actuellement ou vont se révéler l'année prochaine, puisque la période bonifiée de ces produits est sur le point de prendre fin.

Dans la troisième partie de ce rapport, nous avons d'abord proposé des mesures pour une meilleure gouvernance budgétaire et comptable des collectivités, davantage de transparence, ainsi qu'un encadrement de leurs modalités d'endettement.

Enfin, nous avons élaboré une méthode pour traiter le cas des collectivités qui détiennent des emprunts à risques. A été choisi un principe de regroupement des acteurs publics locaux pour négocier avec leurs créanciers, non plus collectivité par collectivité, mais produit par produit. Nous avons souhaité privilégier l'apurement définitif des emprunts structurés, plus encore que de proposer une solution aux emprunteurs en situation difficile.

Le Rapporteur a constaté que les travaux de la commission se sont déroulés dans une assez large unanimité ; il s'est efforcé pour sa part de tenir compte des expériences des nombreux élus qui ont apporté leur témoignage, qu'ils soient membres de la commission ou auditionnés par la commission. Il souhaite vivement que les propositions, élaborées

de manière consensuelle au sein de la commission, soient mises en œuvre dans les prochains mois par le Gouvernement, afin d'éviter une aggravation de la situation des collectivités concernées et une incompréhension des élus et des citoyens quant au traitement favorable réservé aux banques, soutenues par la puissance publique en cas de nécessité mais peu ouvertes à admettre leurs erreurs face aux emprunteurs locaux.

Document n°12 «Tableau des emprunts structurés par contrepartie », extrait du Rapport n°4030 de la commission d'enquête sur les produits financiers à risque souscrits par les acteurs publics locaux », Assemblée Nationale, 6 décembre 2011

ENCOURS DES EMPRUNTS STRUCTURÉS PAR CONTREPARTIE

(en millions d'euros)

Emprunteurs	Nbre de contrats	Encours total des emprunts structurés	Encours à risque faible		Encours à risque (3B, 4C, 5D, 2E, 3E, 4E, 5E, HC)		Dont encours très risqué (3E, 4E, 5E, HC)	
Collectivités territoriales	8 968	23 323	9 675	41,5 %	13 648	58,5 %	11 641	49,9 %
Communes	6 230	11 190	4 279	37,0 %	6 912	61,8 %	5 721	51,1 %
<i>dont -10 000 hab</i>	3 804	3 049	1 341	44,0 %	1 708	56,0 %	1 394	45,7 %
<i>dont 10 000 à 100 000 hab</i>	2 237	6 568	2 182	33,2 %	4 387	66,8 %	3 627	55,2 %
<i>dont +100 000 hab</i>	189	1 573	756	48,1 %	817	51,9 %	700	44,5 %
EPCI et autres structures (CCAS, SDIS, syndicats...)	2 135	5 818	2 454	42,2 %	3 364	57,8 %	2 847	48,9 %
Départements	402	4 205	1 744	41,5 %	2 461	58,5 %	2 282	54,3 %
Régions	201	2 110	1 198	56,8 %	911	43,2 %	791	37,5 %
Hôpitaux et établissements de santé	1 180	5 964	2 624	44,0 %	3 300	55,3 %	2 639	45,2 %
Organismes de logement social	540	2 838	959	33,8 %	1 879	66,2 %	1 457	51,3 %
TOTAUX	10 688	32 125	13 298	41,4 %	18 807	58,6 %	15 787	49,2 %

Source : Commission d'enquête, encours au 28 octobre 2011 (sauf Decia : 31 août 2011). Les cotations utilisées sont celles de la charte Glsier (HC=hors charte).

Document n°13 «Synthèse des propositions», extrait du Rapport n°4030 de la commission d'enquête sur les produits financiers à risque souscrits par les acteurs publics locaux », Assemblée Nationale, 6 décembre 2011

SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS

Thème	Proposition	Mise en œuvre
Favoriser un financement sûr et diversifié des investissements des collectivités territoriales et établissements publics locaux :		
Proposition n° 1 :	Encourager le recours aux emprunts obligataires et le développement d'une structure mutualiste de financement obligataire des collectivités territoriales	<i>Modification législative</i>
Mieux encadrer les modalités de souscription des emprunts du secteur local :		
Proposition n° 2 :	Interdire les produits structurés ou dérivés avec multiplicateur	<i>Modification législative</i>
Proposition n° 3 :	Mettre en place un <i>capping</i> global pour tous les prêts aux acteurs publics locaux	<i>Modification législative</i>
Proposition n° 4 :	Provisionner les risques liés à la souscription de produits financiers, à hauteur des charges financières supplémentaires potentielle	<i>Décret en Conseil d'État (pour les communes) Arrêtés relatifs aux instructions budgétaires et comptables et circulaires</i>
Améliorer la transparence et le contrôle sur l'endettement local :		
Proposition n° 5 :	Instaurer un débat annuel des assemblées délibérantes sur la stratégie financière et le pilotage pluriannuel de l'endettement	<i>Modification législative</i>
Proposition n° 6 :	Améliorer les nouvelles annexes aux documents budgétaires présentant l'encours d'endettement en détaillant le niveau de risque et la valeur réelle des emprunts souscrits	<i>Arrêtés relatifs aux instructions budgétaires et comptables</i>
Proposition n° 7 :	Encadrer la conclusion des contrats d'emprunt avant les échéances électorales, en fixant l'échéance des délégations consenties à l'exécutif à l'ouverture de la campagne électorale pour le renouvellement de l'assemblée délibérante	<i>Modification législative</i>

Thème	Proposition	Mise en œuvre
Proposition n° 8 :	Étendre le contrôle de légalité à l'ensemble des contrats de prêt	<i>Modification législative</i>
Proposition n° 9 :	Préciser le contenu du rapport annuel au Parlement sur la dette locale	<i>Modification législative</i>
Proposition n° 10 :	Clarifier les prérogatives des commissions d'enquête parlementaires à l'égard des établissements de crédit	<i>Modification législative</i>
Engager une gestion mutualisée de la sortie des dettes locales structurées, sans défaisance :		
Proposition n° 11 :	Mettre en place un pôle d'assistance et de transaction, auquel les acteurs publics locaux concernés pourraient donner mandat pour renégocier de façon groupée les encours d'emprunts structurés et conclure de nouveaux contrats à taux fixes ou variables, en organisant le portage du risque par les établissements prêteurs avec une participation des emprunteurs aux coûts afférents	<i>Décision ministérielle</i>
Proposition n° 12 :	Recentrer le rôle de la médiation sur les produits atypiques ou fortement toxiques	<i>Décision ministérielle</i>

Document n°14 «Question écrite sur les dettes structurées », de Jacqueline Maquet, Assemblée nationale, 12/03/2013

Assemblée nationale | Question écrite N° 6986 de Mme Jacqu...

<http://questions.assemblee-nationale.fr/q14/14-6986Q.html>

14 ^{ème} législature		
Question N° : 6986	de Mme Jacqueline Maquet (Socialiste, républicain et citoyen - Pas-de-Calais)	Question écrite
Ministère interrogé > Economie et finances		Ministère attributaire > Economie et finances
Rubrique > collectivités territoriales	Tête d'analyse > finances	Analyse > emprunts à taux variable. conséquences
Question publiée au JO le : 16/10/2012 page : 5656 Réponse publiée au JO le : 12/03/2013 page : 2805		
Texte de la question		
Mme Jacqueline Maquet interroge M. le ministre de l'économie et des finances sur les mesures que compte prendre le Gouvernement pour venir en aide aux collectivités qui ont souscrit des emprunts dit «toxiques». Ces dettes structurées concernent 4 000 collectivités et le total emprunté s'élève à 18,8 milliards d'euros, dont 15,7 milliards sont considérés «à très fort risque». Ces dettes font peser des risques financiers très élevés sur les collectivités qui pourraient nuire à leurs capacités d'action.		
Texte de la réponse		
Conscient des difficultés importantes que posent les emprunts structurés à risque des collectivités territoriales, le Gouvernement a rendu public, le 8 novembre dernier, un plan cohérent pour répondre aux attentes des collectivités locales. L'une des mesures décidées par le Gouvernement porte précisément sur la gestion des emprunts structurés à risque. La solution mise en oeuvre pour assainir la situation actuelle comporte plusieurs volets : - en premier lieu, une cellule nationale d'aide au diagnostic et à la gestion de risques sera créée pour les collectivités ayant contracté des emprunts sensibles ; - ensuite, des solutions d'accompagnement seront offertes aux collectivités décidant de se retirer de ces emprunts, en leur permettant de s'adresser à un conseil, choisi avec le soutien de l'Etat qui pourra notamment aider à une négociation, au cas par cas, avec la banque concernée ; - le secteur bancaire sera incité à offrir un refinancement de ces prêts permettant de les désensibiliser. Les banques seront spécifiquement réunies à cette fin et l'évocation positive du dossier Dexia permet d'envisager plus sereinement une telle solution ; - enfin, pour les collectivités qui connaissent de très graves difficultés financières en raison des prêts sensibles qu'elles ont contractés, et qui ne seraient donc pas en mesure, seules, de refinancer leurs prêts, un mécanisme spécifique d'aide a été mis en place en loi de finances. Le Gouvernement a donc pris la pleine mesure des difficultés des collectivités territoriales concernées par les emprunts toxiques et a décidé de mesures cohérentes et complètes. Ces mesures doivent être mises en oeuvre au début de l'année 2013.		

ÉPREUVE N° 15