

## Finances

REF : DAF2012019

Signataire : MT/GH

Séance du Conseil Municipal du 31/05/2012

RAPPORTEUR : Jacques SALVATOR

**OBJET : Emprunts structurés à risque de la commune****EXPOSE :**

Le rapport sur l'état de la dette présenté au Conseil Municipal du 23 septembre 2011 détaillait tous les emprunts souscrits par la ville et notamment ses emprunts structurés. Ce rapport se concentre sur les 5 prêts présentant le risque le plus élevé par leurs indexations, leurs montants et leurs durées résiduelles. La première partie présente leurs caractéristiques et les circonstances dans lesquelles ils ont été conclus. La seconde partie évoque brièvement les pistes d'action envisageables.

### 1. Deux emprunts, résultant de renégociations successives, sont particulièrement dangereux car indexés sur des taux de change et trois autres sont risqués en raison de leurs multiplicateurs

Prêteur	Capital restant dû	Durée résiduelle	Modalités de conclusion	Taux	Index structuré		Risque de taux	CBC **
					Année début	Année fin		
Dexia CLF	8 038 796 €	18	Renégociation en 2006 d'un contrat de 2005, lui-même renégociation de contrats de 2002-3	*13,4%	2008	2030	Change (euro franc suisse)	6F
Dexia CLF	12 135 077 €	18	Renégociation en 2008 d'un contrat de 2005, lui-même renégociation de contrats antérieurs	*3,60%	2010	2030	Change (dollar yen)	6F
Dexia CLF	4 762 752 €	26	Contrat nouveau 2008	3,65%	2013	2034	Barrière avec multiplicateur hors zone euro (taux longs britanniques 10 ans)	4E
Dexia CLF	2 729 077 €	21	Contrat nouveau 2007	*3,51%	2010	2030	Barrière avec multiplicateur hors zone EUR (taux américains 1 an)	4E
Dexia CLF	5 388 204 €	20	Contrat nouveau 2006	3,78%	2017	2032	Barrière avec multiplicateur (taux zone euro 1 an : euribor 12 mois)	1D

\* Taux anticipés par le marché au 16/04/2012

\*\* La charte de bonne conduite (CBC) classe les risques sur les emprunts structurés selon deux critères :

- la nature du sous-jacent : 1 pour un taux classique zone euro, 2 pour un indice inflation, 3 pour un écart d'indices zone euro, 4 pour un indice hors zone euro, 5 pour des écarts d'indice hors zone euro. Le chiffre « 6 » désigne (certes abusivement) les produits hors charte, interdits ;
- la structure autour de ce sous-jacent : A taux classique ; B barrière simple sans effet de levier ; C option d'échange ; D multiplicateur jusqu'à 3, multiplicateur jusqu'à 5 capé ; E multiplicateur jusqu'à 5.

Les produits de change sont très risqués car le taux d'intérêt dépend de cours de change par nature très volatils. Les taux payés par la ville peuvent être très élevés comme c'est déjà le cas pour l'emprunt indexé sur le cours de change euro franc suisse. Pour l'échéance du

01/08/2012, sur cet emprunt, selon les anticipations de marché au 16 avril 2012, la ville devrait payer près de 1 097 500 € d'intérêts.

La succession des contrats conclus montre une escalade des risques, passant de contrats simples à des contrats structurés de plus en plus risqués.

Les taux fixes bonifiés pendant les premières années du prêt ne permettent pas de compenser les pertes constatées par la suite.

### **11. Emprunt indexé sur le cours de change euro – franc suisse**

Cet emprunt résulte d'une succession de réaménagements de contrats effectués avec la banque Dexia.

En 2005, la ville a accepté une proposition de Dexia de refinancer deux contrats, l'un résultant d'un prêt classique contracté en 2002, l'autre établi en 2003, étant le refinancement de sept contrats.

Le contrat conclu en 2005 dépendait de la pente de la courbe des taux, c'est-à-dire de l'écart entre les taux à 10 ans (TEC 10) et les taux à un an (euribor 12 mois). Plus précisément, voici ses caractéristiques :

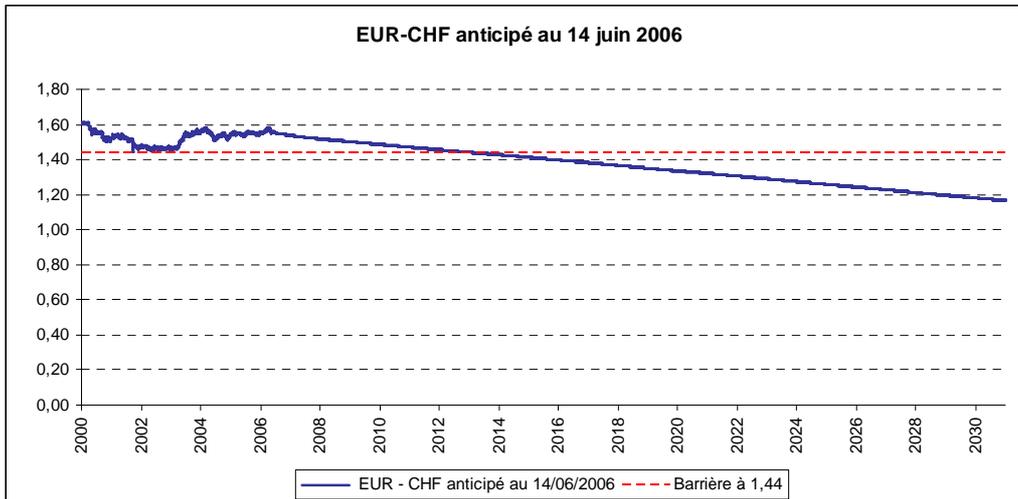
- Capital de 9 374 873 €
- Durée : 25 ans
- Taux payé en 2 phases :
  - o Du 10/06/2005 inclus au 01/06/2020 exclu :  
2\*euribor 12 mois postfixé – TEC10 postfixé + 1.30%
  - o Du 01/06/2020 inclus au 01/06/2030 exclu : euribor 12 mois préfixé + 0.07%

Le début de l'année 2006 a été marqué par une hausse de cet écart entre le taux à un an et le taux à 10 ans et de ses anticipations. En juin, la ville a payé un taux d'intérêt de 3.9180% pour l'échéance du 1<sup>er</sup> juin et les marchés anticipaient une dégradation des conditions sur ce produit. Selon les anticipations du 01/06/2006, la ville devait payer un taux d'intérêt de 4.77% pour son échéance du 01/06/2007.

Dans ce contexte défavorable, Dexia a proposé à la ville un réaménagement vers un produit de change indexé sur le change euro – franc suisse :

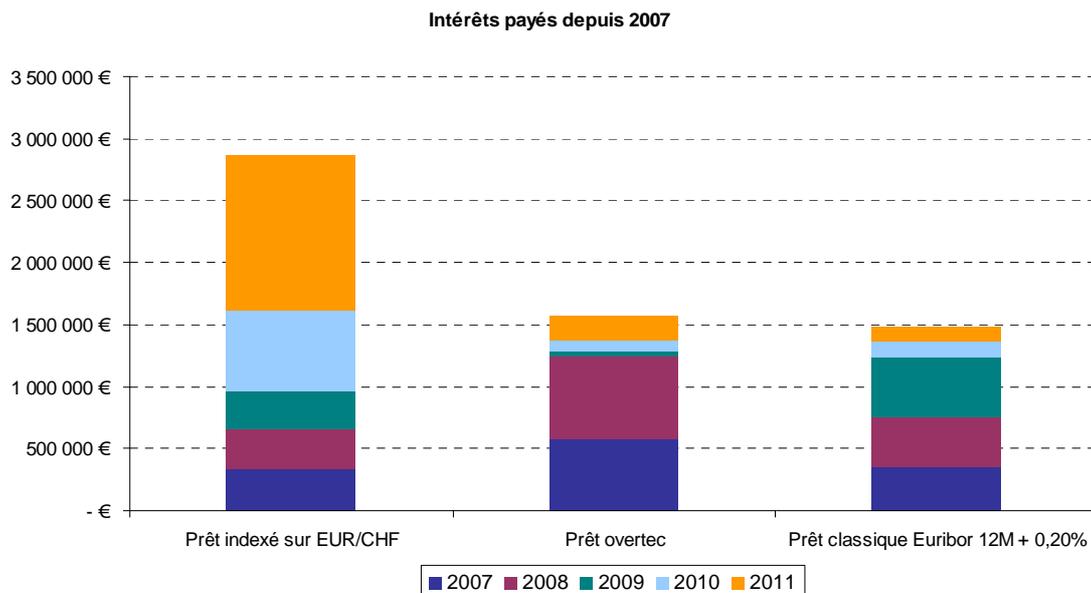
- Capital de 9 178 446 €
- Durée : 24 ans et 1 mois
- Taux payé en 2 phases :
  - o Du 15/07/2006 inclus au 01/08/2008 exclu : 3.48%
  - o Du 01/08/2008 inclus au 01/08/2030 exclu :
    - Si EUR/CHF  $\geq$  1,44 : 3.48%
    - Si EUR/CHF  $<$  1,44 : 3.48% + 0.5\*[1.44/(EUR/CHF) - 1]

Le taux proposé à court terme de 3.48% était inférieur au taux que la ville payait à l'époque avec le contrat précédent. Mais cette bonification avait un prix : augmenter le risque sur le taux payé à partir de l'année 2008 par l'indexation sur le taux de change euro – franc suisse. Afin de réaménager le contrat indexé sur la pente de la courbe des taux dont les conditions se dégradaient, le nouveau produit devait avoir une forte valeur et revenait en fait pour la ville à spéculer contre le marché. En effet, les anticipations du marché sur le taux de change euro – franc suisse étaient défavorables au moment de la signature, ce qui n'a pas été mentionné par la banque dans les propositions de réaménagements.



Même si nous ne pouvons pas l'évaluer dans le cas d'Aubervilliers, des valorisations de réaménagements similaires proposés à d'autres collectivités ont montré que Dexia prenait une marge importante lors de ces renégociations.

Voici une comparaison des intérêts payés par la ville depuis le réaménagement comparés à ceux qu'elle aurait payés en restant sur le contrat précédent et à ceux d'un prêt classique indexé sur le taux Euribor 12 mois avec une marge :



Le produit de change a permis de réduire les frais financiers jusqu'en 2009 mais depuis, le franc suisse, jouant son rôle de valeur refuge, s'est beaucoup apprécié par rapport à l'euro conduisant la ville à payer des échéances à des taux très défavorables en 2010 et 2011.

Les anticipations de marché sur ce produit sont très défavorables.

## **12. Emprunt indexé sur le cours de change dollar – yen**

De la même manière, ce contrat résulte de plusieurs réaménagements proposés par la banque Dexia.

En 2005, la ville a accepté le refinancement de six contrats indexés en taux variable classique (risque 1A) en un contrat indexé sur un produit de pente, c'est-à-dire un écart entre les taux longs (CMS EUR 30 ans) et les taux courts (CMS EUR 5 ans) :

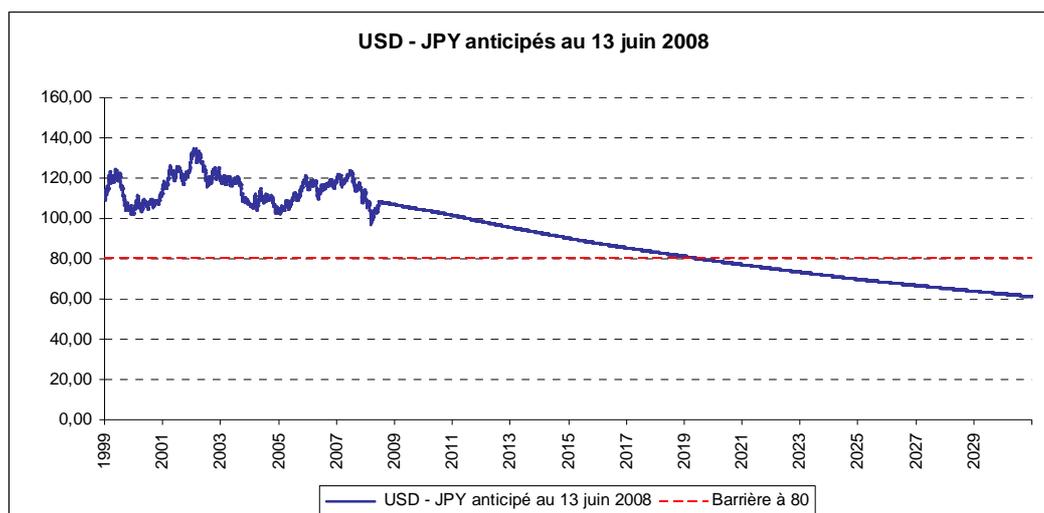
- Capital de 14 151 970,73 €
- Durée : 25 ans
- Taux payé :
  - o Si CMS EUR 30 ans – CMS EUR 5 ans  $\geq$  0.40% : 3.19%
  - o Si CMS EUR 30 ans – CMS EUR 5 ans  $<$  0.40% :  
5.190% - 5\*(CMS 30 ans – CMS 5 ans)

En juin 2008, l'inversion de la courbe des taux (taux longs inférieurs aux taux courts) a eu pour conséquence une forte augmentation du taux payé par la ville sur ce contrat. Pour l'échéance du 01/07/2008, la ville devait payer un taux dégradé de 6.195%.

Dexia a alors proposé à la ville un réaménagement vers un produit encore plus risqué indexé sur le cours de change dollar yen :

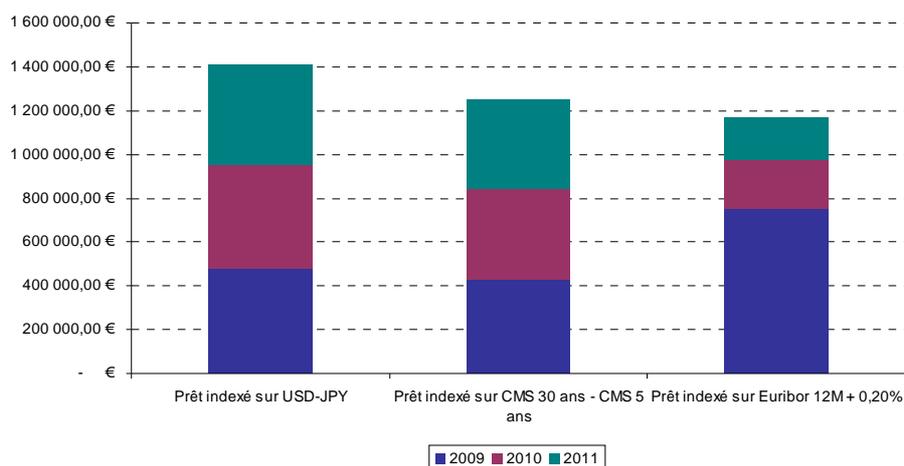
- Capital de 13 217 195,97 €
- Durée : 22 ans
- Taux payé en 2 phases :
  - o Du 01/07/2008 inclus au 01/07/2010 exclu : 3.60%
  - o Du 01/07/2010 inclus au 01/07/2030 exclu :
    - Si USD/JPY  $\geq$  80 : 3.60%
    - Si USD/JPY  $<$  80 : 3.60% + 0.27\*[80/(USD/JPY) - 1]

Comme pour le réaménagement précédent, les anticipations sur le cours de change dollar yen étaient défavorables au moment de la signature du contrat. Ce qui n'a, une nouvelle fois, pas été mentionné par Dexia.



Voici une comparaison des intérêts payés par la ville depuis le réaménagement comparés à ceux qu'elle aurait payés en restant sur le contrat précédent et à ceux d'un prêt classique indexé sur le taux Euribor 12 mois avec une marge :

### Intérêts payés depuis 2009



Le prêt indexé sur le change dollar – yen n'est plus en phase de bonification depuis 2011. La ville n'a jusqu'à présent payé que des échéances à taux fixe de 3.60%. Mais le risque de payer un taux dégradé est toujours présent.

Les anticipations de marché sur ce produit restent défavorables.

### **13. Emprunt indexé sur les taux longs britanniques**

Dans le cadre du financement de ses investissements en 2008, la ville a contracté auprès de Dexia un prêt de 5 000 000 €. Il s'agit d'un taux fixe à barrière sur les taux longs britanniques (CMS GBP 10 ans). Autrement dit, la ville paie un taux fixe tant que les taux longs britanniques dépassent un certain niveau (appelé barrière) et sinon un taux d'intérêt qui varie en fonction de ces taux longs britanniques :

- Capital de 5 000 000 €
- Durée : 30 ans
- Taux payé en 3 phases :
  - o Du 23/07/2008 inclus au 01/08/2013 exclu : 3.65%
  - o Du 01/08/2013 inclus au 01/08/2034 exclu :
    - Si CMS GBP 10 ans  $\geq$  4.15% : 3.65%
    - Si CMS GBP 10 ans  $<$  4.15% :  $3.65\% + 5 \cdot (4.15\% - \text{CMS GBP 10 ans})$
  - o Du 01/08/2034 inclus au 01/08/2038 exclu : 3.65%

Il s'agit d'un taux fixe à barrière avec coefficient. Il est classé 4E par la Charte de Bonne Conduite car il s'agit d'un produit indexé sur des taux hors de la zone euro et il présente un coefficient multiplicateur lors du franchissement de la barrière.

La ville paie le taux bonifié de 3.65% jusqu'en 2013 et paie donc jusqu'à présent des frais financiers réduits. Mais les anticipations sur ce produit ne sont pas favorables. Au 16 avril 2012, la valeur du CMS GBP 10 ans est de 2.345% ce qui correspondrait à un taux d'intérêt payé de 12.7%.

#### **14. Emprunt indexé sur les taux américains à un an (Libor USD 12 mois)**

Dans le cadre du financement de ses investissements en 2007, la ville a contracté auprès de Dexia un prêt de 3 000 000 €. Il s'agit d'un taux fixe à barrière sur les taux courts américains. Autrement dit, tant que ces taux américains ne franchissent pas une certaine barrière (7%), la ville paie un taux fixe. Au-delà, le taux augmente de façon exponentielle en fonction de ce taux américain du fait d'un facteur multiplicateur de 5, d'où l'importance du risque.

- Capital de 3 000 000 €
- Durée : 25 ans
- Taux payé en 3 phases :
  - o Du 09/11/2007 inclus au 01/11/2010 exclu : 3.51%
  - o Du 01/11/2010 inclus au 01/11/2030 exclu :
    - Si Libor USD 12 mois postfixé  $\leq$  7% : 3.51%
    - Si Libor USD 12 mois postfixé  $>$  7% : 3.51% + 5\*(Libor USD 12 mois - 7%)
  - o Du 01/11/2030 inclus au 01/11/2032 exclu : 3.51%

Le 16 avril 2012, le Libor USD 12 mois est à 1.049%, très loin de la barrière de 7%. Ce produit garde cependant un caractère risqué dû au multiplicateur égal à 5 faisant augmenter rapidement le taux payé en cas de dépassement de la barrière et de sa durée résiduelle longue.

#### **15. Emprunt indexé sur le taux européen à un an Euribor 12 mois**

Dans le cadre du financement de ses investissements en 2006, la ville a contracté auprès de Dexia un prêt de 6 000 000 €. Il s'agit d'un taux fixe à barrière sur les taux courts européens (*Mobilys Fixia*) :

- Capital de 6 000 000 €
- Durée : 25 ans
- Taux payé en 2 phases :
  - o Du 29/06/2007 inclus au 01/07/2017 exclu : 3.78%
  - o Du 01/07/2017 inclus au 01/07/2032 exclu :
    - Si Euribor 12 mois postfixé  $\leq$  6% : 3.78%
    - Si Euribor 12 mois postfixé  $>$  6% : 3.78% + 3\*(Euribor 12 mois - 6%)

Le 16 avril 2012, l'Euribor 12 mois est à 1.375%, très loin de la barrière de 6%. Ce produit garde cependant un caractère risqué dû au multiplicateur égal à 3 faisant augmenter rapidement le taux payé en cas de dépassement de la barrière et de sa durée résiduelle longue, comme pour le prêt précédent.

## **2. La renégociation vers un taux moins risqué étant parfois difficile dans les conditions de marché actuelles, il convient d'envisager des solutions alternatives de nature politique ou juridique**

---

Un passage à taux fixe ou à un index moins risqué de ces prêts n'est réellement possible et dans l'intérêt financier de long terme de la ville que si les conditions actuelles de l'index sont favorables. Si on peut actuellement espérer conclure ce type de renégociation pour les deux derniers prêts, indexés sur l'Euribor et le Libor américain qui sont actuellement bas, ce n'est pas le cas pour les autres prêts. C'est pourquoi il convient de rester ouvert à tout type de solution alternative de nature politique ou juridique permettant de mieux assurer l'intérêt financier de long terme de la ville.

Direction Générale des Ressources / Direction des Finances

Finances

REF : DAF2012019

Signataire : MT/GH

**OBJET : Emprunts structurés à risque de la commune**

**LE CONSEIL,**

Après avoir entendu l'exposé du Maire,

Vu le Code général des collectivités territoriales,

Vu le Code monétaire et financier,

Considérant que la Commune est titulaire de divers emprunts contractés auprès de la société DEXIA,

A la majorité des membres du conseil, le groupe «Union pour un Mouvement Populaire» s'étant abstenu

**DELIBERE :**

**PREND ACTE** de la dégradation régulière et forte des conditions financières de remboursement des emprunts contractés auprès de la société DEXIA et de l'absence globale de perspectives d'évolutions de ces conditions vers un équilibre contractuel naturel,

**MANDATE** le maire pour entreprendre toute action visant à sécuriser totalement ou partiellement les emprunts structurés, indexés sur des parités de change et/ou comportant des multiplicateurs, dans l'intérêt financier de long terme de la ville.

Pour le Maire

L'adjoint délégué

Reçu en Préfecture le : 08/06/2012

Publié le : 07/06/2012

Certifié exécutoire le : 08/06/2012

Pour le Maire

L'Adjoint délégué