



ESG UQÀM

École des sciences de la gestion
Université du Québec à Montréal

Crise financière et hausse du coût de la dette des collectivités locales

Par : Frédéric MARTY

Cahier de recherche GIREF 03-2008

GIREF^φ

Groupe international de recherche en éthique financière et fiduciaire

<http://www.giref.uqam.ca/fr/index.php>

Vous pouvez adresser vos commentaires à Frédéric MARTY, chercheur au CNRS – GREDEG – Université de Nice Sophia-Antipolis, à OFCE – Institut d'Etudes Politiques de Paris et au GIREF – ESG – Université du Québec à Montréal
frederic.marty@gredeg.cnrs.fr

N.B. : Les documents de travail sont des prépublications à diffusion restreinte pour fin d'information et de discussion. Ils n'ont pas fait l'objet de travaux d'édition ou d'arbitrage et ne devraient pas être cités ou reproduits sans l'autorisation écrite du/des auteur-e-s. Les commentaires et suggestions sont bienvenus, et devraient être adressés à/aux auteur-e-s.

Pour consulter les documents de travail du VDR-ESG, visitez notre site Web: <http://www.esg.uqam.ca/recherche/document/>

Crise financière et hausse du coût de la dette des collectivités locales

La crise financière, provoquée par la crise des prêts hypothécaires à risque américains (les *subprimes*), s'est notamment traduite, en février 2008, par une série de défaillances dans les enchères périodiques permettant de déterminer les taux d'intérêts de la dette émise à taux variable par les collectivités locales américaines (les Auction-Rate Bonds – ARB). Certaines collectivités ont été dans l'obligation de régler aux détenteurs qui n'avaient pu se défaire de leurs titres, un taux d'intérêt compensatoire, fixé contractuellement à un niveau sensiblement supérieurs aux taux de marché (Marty, 2008). Ainsi, le taux d'intérêt acquitté par l'autorité gestionnaire des ports de New York et du New Jersey avait, par exemple, bondit de 4,3 à 20 % durant la première quinzaine du mois de février.

De rares défaillances d'enchères avaient été enregistrées depuis le lancement de cette technique de financement en 1984 et son adoption par les collectivités locales, dès l'année suivante, principalement lors de la crise financière de 1987. Or, en février 2008 une grande proportion d'enchères s'avéra défaillante, alors même que le taux de défaut des collectivités n'avait connu aucune hausse significative¹.

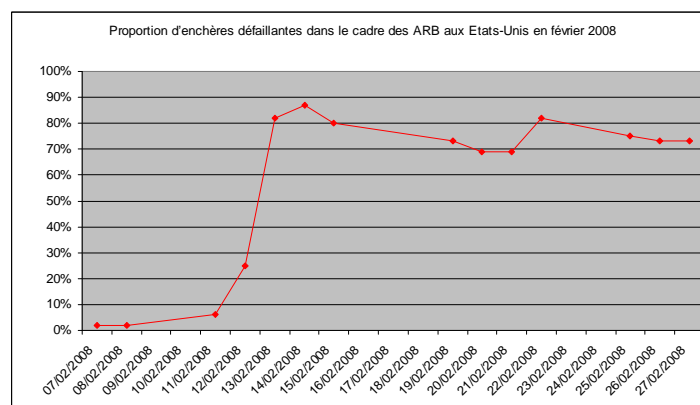


Figure 1 : Taux de défaillance des ARB en février 2008 (Lee, 2008)

En fait, les défaillances s'expliquent par les doutes croissants des marchés quant à la capacité des réhausseurs de crédit, qui garantissent les émissions obligataires, de faire face à leurs engagements. Cette défiance est liée à la dégradation de leur notation financière du fait de leur

¹ Seulement 41 cas furent recensés aux Etats-Unis entre 1970 et 2008 (Bailey et al., 2008).

exposition à la crise des subprimes au travers des garanties apportées à des opérations de titrisations (CDO – Collateralized Debt Obligations). Ainsi, les collectivités locales américaines, victimes par ricochet de la crise, sont, dans certains cas, contraintes de refinancer leur dette pour revenir à des taux fixes au plus mauvais moment, alors que les taux d'intérêts sont orientés à la hausse et que les établissements bancaires sont en difficultés pour accorder de nouveaux crédits². Ces derniers ont dû constater de nombreuses dépréciations (notamment du fait des normes comptables internationales IFRS reposant principalement sur la *fair value* et non plus sur la valeur historique). Ils subissent, en outre, de sérieuses difficultés de refinancement (notamment suscitées par le fait qu'une grande partie de leur portefeuille de créances est garantie par ces mêmes réhausseurs de crédits).

En Europe, le marché immobilier s'est très nettement retourné au Royaume-Uni, en Irlande et en Espagne et déjà, en France, le marché des prêts immobiliers s'était contracté de 11 % au premier semestre et les transactions de plus de 100 millions d'euros, sur le marché de l'immobilier d'entreprises, se sont effondrées de plus de 60 %. La crise immobilière se confirme au troisième trimestre avec une réduction de plus de 23 % du nombre de permis de construire. Sur un an, le nombre de mise en chantier s'est contracté de 11 %.

Les banques françaises, exposées à la crise des subprimes et pour certaines affectées par la déconfiture des réhausseurs de crédits (notamment le Crédit Agricole et les Banques Populaires, maisons-mères du réhausseur CIFG) se doivent d'améliorer la structure de leur bilan et sont d'autant moins enclines d'accorder de nouveaux crédits que leurs financements sont beaucoup plus difficiles.

Si l'essentiel des pertes liées aux crédits subprimes est aujourd'hui reconnu dans les comptes des établissements de crédit (400 milliards de dollars), il n'en demeure pas moins que la situation des marchés financiers, et en premier lieu celle des banques, demeure éminemment fragile. La situation n'est pas encore stabilisée que cela soit en Amérique du Nord ou en Europe. De la même façon, si les principales banques ont généralement réussi à accroître leurs ressources en augmentant leur capital et au travers des différents plans de soutien publics engagés depuis le début de l'automne, leurs marges se réduisent drastiquement sous l'effet de la diminution de leurs

² Il convient en outre de relever qu'après une première phase de la crise dans laquelle il a été possible d'observer un phénomène de « fuite vers la qualité » qui s'est traduit pour les acteurs financiers par la recherche d'opérations présentant des profils de risques très favorables, à l'instar des prêts aux collectivités ou des opérations de partenariat public-privé (Gaouaoui, 2008), le durcissement des conditions de refinancement rend aujourd'hui de tels financements beaucoup plus difficiles à obtenir.

recettes, de la nette hausse du coût de leur financement quand il ne s'agit pas d'un assèchement pur et simple du marché du refinancement interbancaire. Comme le soulignait le FMI, dans son rapport sur la stabilité financière publié le 28 juillet 2008, les banques sont amenées à préserver leurs liquidités en réduisant leurs opérations de levier et en augmentant significativement leurs taux pour faire face à la hausse des coûts de refinancement.

Il convient de souligner que la crise financière actuelle n'est que très partiellement explicable au travers des fondamentaux macroéconomiques (Artus, 2008b). Les effets directs de la crise des crédits hypothécaires américains semblent maintenant maîtrisés et le niveau de profitabilité des entreprises s'est longtemps maintenu malgré l'essoufflement progressif de la croissance. Dans le même temps, la crise n'est pas liée à un problème de liquidité, du moins au point de vue macroéconomique. En effet, l'action des banques centrales, notamment à l'automne, a conduit à une très forte disponibilité des liquidités à faible coût sur les marchés. Cependant, tous les compartiments des marchés financiers ne sont pas logés à la même enseigne. Du fait de la défiance entre acteurs financiers, le marché interbancaire s'est progressivement asséché, obligeant les pouvoirs publics à garantir les échanges (à hauteur de 360 milliards d'euros dans le cas français). La crise est, en fait, en grande partie liée à la décorrélation entre la valeur de marché de certains actifs risqués, tels les *ABS* ou les *leverage bonds* et leur valeur fondamentale (Artus, 2008b). La défiance des investisseurs vis-à-vis de ces titres induit une nette baisse de la demande, encore aggravée par l'anticipation que certains acteurs, tels les *hedge funds* et les banques vont être dans l'obligation de céder les titres qu'ils détiennent en portefeuille à vil prix pour satisfaire aux retraits de fonds et aux différentes exigences liées aux réglementations comptables et bancaires. La crise prend en effet la forme d'une crise de *deleveraging*. D'une part, les gestionnaires de *hedge funds* sont obligés de vendre certains de leurs actifs pour faire face aux retraits, aux appels de marge (Artus, 2008a) ou à la réduction de leur niveau d'endettement (et donc l'amélioration de leur risque spécifique). Les opérateurs peuvent anticiper que le prix de réservation des gestionnaires sera très faible pour ces actifs. Ce faisant la demande pour les actifs risqués sera encore plus faible que ce que laisserait anticiper la seule prise en compte de la défiance prévalant entre investisseurs. Il en va de même pour les banques, prises en tenaille entre des ratios prudentiels (Bâle II) et les normes IFRS, qui les conduisent à traduire les titres financiers à la valeur de marché dans leurs comptes. La dépréciation de la valeur des titres sur le marché, conduit les banques à accroître les

cessions de titres ou à augmenter leur capital pour continuer à respecter les obligations prudentielles en termes de niveau de capital ou de réserves³.

Une telle situation, aggravée par l'inversion de la courbe des taux du fait des anticipations négatives des opérateurs de marché et l'instabilité des taux de change notamment entre l'euro et le dollar américain, ne va pas sans déstabiliser le marché du crédit structuré...et la situation financière de nombreuses collectivités territoriales françaises. Les finances publiques locales, au-delà même de la contraction des ressources fiscales⁴, sont notamment affectées par la crise au travers du recours à des produits financiers structurés, notamment utilisés dans le cadre de politiques de gestion active de la dette. Ce recours n'est pas anecdotique dans la mesure où pour l'ensemble des APUL (administrations publiques locales), en d'autres termes, les communes, les départements et les EPCI (établissements publics de coopération intercommunale), ces financements représentent un encours de 30 à 35 milliards d'euros pour un encours total de dette de 137,5 milliards (Diano et al., 2008). *Le Monde*, dans son édition du 19 juillet 2008 (Rey-Lefebvre, 2008), rapportait le cas d'une commune de 6000 habitants dont la dette de 74 millions d'euros avait été restructurée qui a vu passer son taux d'intérêt de 5,3 à 8,68 %, multipliant ainsi par deux sa charge financière et celui d'un conseil général dont le taux d'intérêt sur une dette de

³ La problématique liée à l'impact des normes IFRS sur le comportement des établissements financiers se décline en trois domaines. Un premier débat porte sur la comptabilisation des actifs financiers à la valeur de marché ou une valeur définie par une modélisation économique dans le cadre de l'IAS 39, relative à la reconnaissance et à la mesure des actifs et passifs financiers. Un deuxième débat se structure autour de la proposition du Commissaire européen en charge du Marché Intérieur d'établir une distinction au sein du portefeuille de titres des banques entre les actifs détenus en vue d'une négociation future (*trading book*), liés à leurs activités de marché et ceux détenus dans le cadre de leur portefeuille d'investissement (*banking book*), liés à leurs activités bancaires. L'idée serait de valoriser les premiers à la juste valeur et de permettre une valorisation des seconds fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Enfin, la troisième dimension de la problématique est reliée aux méthodes d'évaluation des fonds propres bancaires. La Commission bancaire française a par exemple autorisé en octobre 2008 de porter la quote part du capital hybride dans les fonds propres de 25 à 35 % (Tier-1). Augmenter les fonds propres avec la prise en compte d'une plus forte proportion de titres hybrides peut améliorer d'autant plus les ratios bancaires (Bâle II) que les 10,5 milliards d'euros proposés par le gouvernement français au titre du soutien des banques passent par ces derniers. Notons qu'à l'heure actuelle les pratiques européennes sont des plus diverses en matière d'évaluation des fonds propres *durs* avec des Etats qui imposent des plafonds de 25 à 50 % (Allemagne, Italie,...) et d'autres permettant une prise en compte à 100 % quelle que soit la qualité des titres (Royaume-Uni). Des distorsions de concurrence en découlent entre les banques des différents états membres.

⁴ Dans le cas français, les collectivités locales connaissent, en octobre 2008, de très fortes tensions budgétaires. En effet, la dotation globale de fonctionnement (DGF) versée par l'Etat pour compenser les coûts engendrés par les transferts de compétences va stagner si ce n'est baisser (loi de finances 2009). Le retournement du marché immobilier va par ailleurs réduire les ressources des collectivités, notamment au travers des droits de mutations, lesquels devraient se réduire de 10 % en 2008. Dans le même temps, l'entrée en récession va augmenter les charges des collectivités, notamment en matière sociale. Difficulté additionnelle, la Constitution oblige les collectivités territoriales à présenter un budget en équilibre. Or, les quatre acteurs majeurs du financement des collectivités françaises (Dexia, le Crédit Agricole, la Société Générale et les Caisses d'Épargne) ne sont pas en mesure de répondre aux besoins des collectivités (estimés à 10 milliards d'euros pour le dernier trimestre 2008). Ainsi, le 20 octobre 2008, l'Etat a été dans l'obligation de mettre en place un fonds de 5 milliards d'euros pour soutenir les collectivités locales, au travers de prêts à long terme consentis par la Caisse des Dépôts et Consignation.

14 millions d'euros d'une maturité de 20 ans avait bondi de 2,08 à 5,60 %, portant ainsi ses frais financiers annuels de 532 000 à 1,6 million d'euros.

La situation est particulièrement difficile pour le Département de la Seine-Saint-Denis. 97 % de sa dette serait constituée d'*emprunts toxiques*, en d'autres termes de produits structurés, notamment sensibles au risque de change avec le dollar américain, le yen ou le franc suisse. Pour un encours de dette de 808 millions d'euros, le coût financier pourrait passer de 21 à 39 milliards d'euros entre 2009 et 2011 en cas d'évolution défavorable des marchés.

Il semble donc que certaines collectivités françaises (ainsi que des établissements publics, comme des hôpitaux ou des offices HLM) puissent connaître des difficultés comparables à celles des collectivités américaines. Nous nous proposons, dans le cadre de cet article, d'analyser l'intérêt que peut revêtir, pour les collectivités, le recours aux produits financiers structurés, en termes de gestion active de la dette, avant de mettre en évidence les risques induits en cas de crise financière. Nous présenterons dans une deuxième partie les facteurs institutionnels qui sont susceptibles, dans le cas français, d'encourager un développement inapproprié de ces stratégies. Enfin, nous nous attacherons, dans une troisième partie aux pratiques mises en œuvre par nos voisins britanniques⁵ et italiens en matière d'encadrement réglementaire de l'utilisation d'instruments financiers structurés par les collectivités territoriales.

I – Le recours aux produits structurés pour les collectivités territoriales : des opportunités initiales aux difficultés actuelles

Le recours aux produits dérivés comme outil de gestion optimale de la dette des collectivités territoriales ne peut s'expliquer que par un contexte financier particulièrement favorable entre 2001 et 2006. Or, le brusque retournement des marchés de 2007 a transformé une politique efficace d'allègement du coût de la dette en véritable piège financier dont les collectivités concernées ne pourraient sortir qu'en acceptant d'en payer le prix en termes de charge d'intérêt. Comme nous le verrons, la tentation est cependant forte de s'engager dans une fuite en avant pour masquer les pertes subies, au moins à court terme, et espérer un providentiel retournement de situation à long terme. De telles stratégies ne sont pas ici liées aux défaillances des systèmes de contrôle internes d'une grande banque mais aux imperfections des cadres réglementaires et

⁵ Certaines collectivités locales britanniques n'en constituent pas moins des victimes collatérales de la crise financière au travers de la déconfiture des banques islandaises. La trésorerie de nombreuses collectivités avait été placée auprès d'intermédiaires financiers islandais, lesquels proposaient des taux de rémunération particulièrement attractifs.

comptables, lesquelles permettent de dissimuler au contrôle des différentes parties prenantes la situation financière réelle de la collectivité concernée.

Les collectivités territoriales françaises présentent un marché particulièrement attractif pour les établissements de crédits et les différentes institutions financières. Pour l'année 2007, celles-ci ont réalisé quelque 73 % de l'investissement public total. Bien qu'elles ne puissent toutes se prévaloir d'une qualité de signature équivalente à celle de l'Etat, lequel peut s'endetter au taux sans risque, celles-ci sont considérées comme de « meilleurs risques » que les entreprises. A titre d'exemple, dans les calculs de ratio de solvabilité utilisés pour les banques, on rapporte le montant des fonds propres à l'ensemble des engagements de l'établissement de crédit. Ces engagements sont en fait pondérés en fonction de la nature de l'emprunteur. Si les créances sur les entreprises peuvent faire l'objet d'une pondération allant jusqu'à 150 % (pour celles dont la notation financière est la plus défavorable) et si la pondération retenue pour les Etats membres de l'OCDE est généralement de 0 %, les collectivités locales bénéficient en principe d'une pondération particulièrement favorable de 20 %.

Jusque dans les années quatre-vingt-dix les collectivités avaient traditionnellement recours à un financement intérimé. Elles privilégiaient les prêts de long terme à taux fixes. Or, les établissements de crédits ont été confrontés à une nette réduction de leurs marges du fait du désendettement des collectivités et du renforcement de la concurrence. Le mouvement de baisse des taux d'intérêts, lié à l'abondance de liquidités sur le marché, offrait cependant l'opportunité de proposer des contrats permettant d'échapper à de taux fixes désormais peu attractifs. La restructuration de la dette pouvait apparaître, avant le déclenchement de la crise, comme un « jeu gagnant-gagnant » permettant à l'établissement de crédit de vendre des produits sophistiqués très rémunérateurs et à la collectivité territoriale concernée de baisser sa charge d'intérêt annuelle ou le coût global de sa dette en en réduisant la durée.

Il est, en effet, possible de substituer le paiement d'un taux variable à un taux fixe en recourant à un contrat d'échange de taux d'intérêt (un *swap* de taux). Un tel contrat permet à deux contreparties de s'échanger des flux d'intérêts basés sur le même sous-jacent et selon un échéancier donné sans même que cela n'affecte l'emprunt initial. Cela permet, en outre, à la collectivité de parier sur la baisse des taux d'intérêts, à laquelle elle sera désormais intéressée. Le *swap* de taux est donc d'autant plus attractif qu'une baisse des taux est anticipée, ce qui était effectivement le cas avant 2007. Cependant, cet argument « spéculatif » n'est pas le seul à entrer

en ligne de compte. Un *swap* permettant de passer à un taux variable pouvait apparaître comme financièrement plus avantageux (du moins en statique) qu'une renégociation du prêt permettant d'obtenir une réduction du taux fixe est souvent coûteuse. Le coût est alors lié à la marge de l'établissement de crédit mais aussi à d'éventuelles pénalités forfaitaires de remboursement anticipé (généralement 6 mois d'intérêts ou 10 % du capital restant dû).

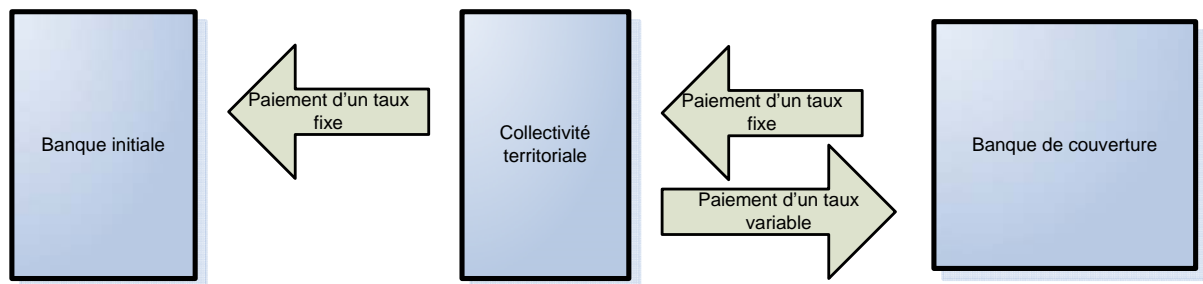


Figure 2 : modèle d'un contrat d'échange de taux d'intérêt

Dans le cas d'un *swap* de taux, la collectivité continue à régler sa dette contractée à taux fixe mais voit l'impact financier de cette charge annulée par un transfert en sens inverse réalisé dans le cadre du second contrat souscrit. Elle règle cependant un taux variable dont la base peut par exemple l'Euribor 3 mois. Si le taux fixe initial était de 4,2 %, la collectivité sera gagnante tant que l'Euribor évoluera en dessous de ce niveau. Or, la crise financière actuelle, qui est d'abord une crise de confiance et de liquidité, se traduit par une nette remontée des taux courts, avec, par exemple, un taux Euribor 3 mois, qui, après être resté stable autour de 2 % en 2004-2005, a atteint 4 % en avril 2007 avant de s'établir autour de 5 % en juin 2008.

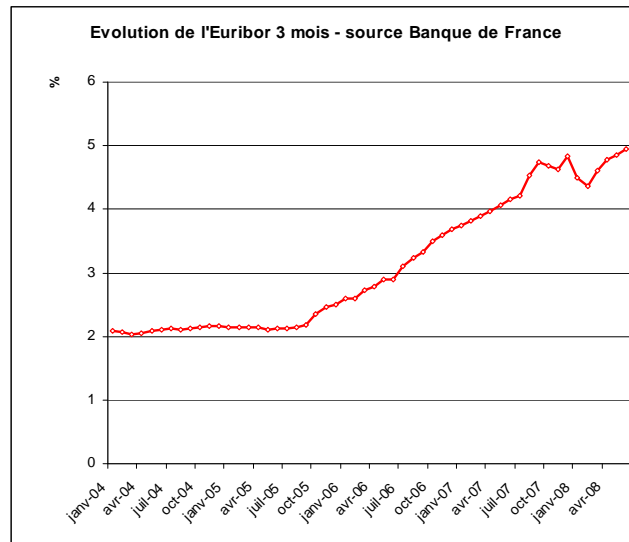


Figure 3 : évolution de l'Euribor 3 mois entre janvier 2004 et avril 2008

Ce faisant, le *swap* de taux se traduit par un accroissement de la charge d'intérêt dès lors que le pari initial de la collectivité est perdant. Revenir à un taux fixe apparaît particulièrement difficile, ne serait que du fait de la nette augmentation de ces derniers. Le taux de l'OAT à 10 ans est en effet passé de 3,9 % en janvier 2007 à 4,66 % en juin 2007 (4,72 % en juin 2008).

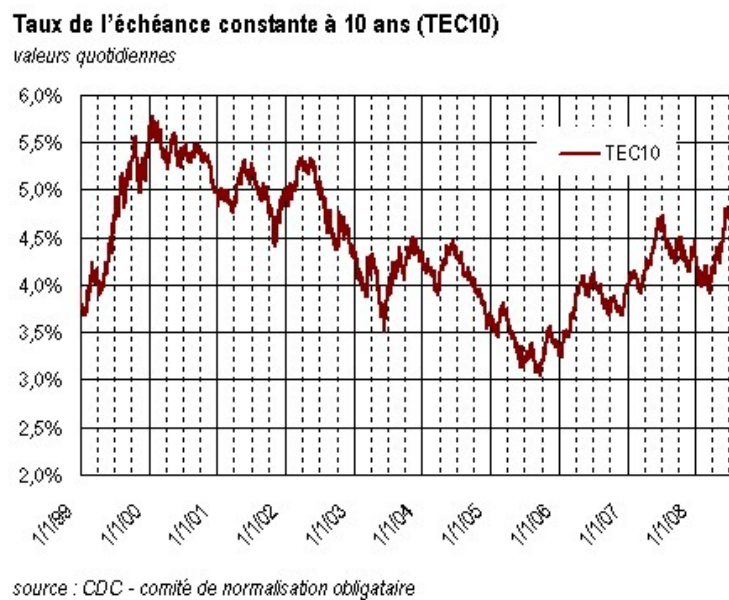


Figure 4 : évolution des taux des obligations assimilables du Trésor à 10 ans

De plus, les banques peuvent être hésitantes à s'engager dans de nouveaux prêts de long terme alors qu'elles doivent améliorer la structure de leurs bilans et que les liquidités sont pour elles de plus en plus coûteuses. Pour les collectivités, une façon de pallier ces difficultés peut être de conclure un second contrat de *swap* permettant d'échanger ce taux variable contre un autre.

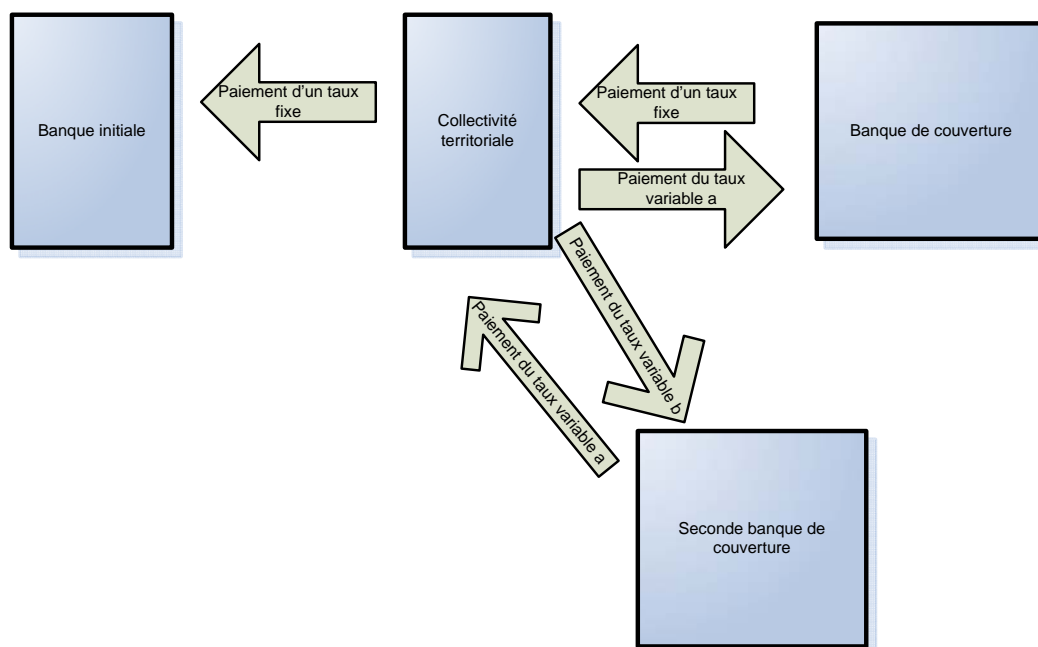


Figure 5 : Second contrat de swap

Un second contrat d'échange de taux présente cependant l'inconvénient d'induire de nouveaux frais bancaires. De plus, même si le nouveau taux variable auquel la collectivité est exposée est basé sur un autre indice, il n'est pas acquis que la collectivité puisse alléger sa charge d'intérêt. Il est donc nécessaire de recourir à des produits structurés plus complexes qui combinent un crédit (à taux fixe ou variable) avec la vente d'une option⁶. Au travers de celle-ci, la collectivité s'engage à acheter ou vendre à terme un actif sous-jacent pour un prix d'exercice donné. Cette option la conduit, par exemple, à garantir au détenteur un taux d'intérêt, un taux d'inflation ou une parité

⁶ Les produits structurés utilisés dans le cadre de ces opérations sont en fait très nombreux. Au-delà des contrats d'échange de taux, par lesquels les deux contreparties conviennent à s'échanger à des échéances données des flux d'intérêts sans échange de nominal, il est aussi possible de recourir à des *swaps* de devises, des contrats d'accord de taux futurs (FRA – *future rate agreements*), par lesquels l'une des deux parties fixe un taux de prêt ou d'emprunt à une date donnée ou pour une période déterminée, des échanges terme contre terme (*forwards*), permettant de garantir l'obtention d'un prêt d'un montant donné à une date donnée ou encore des options sur taux d'intérêts de type plafond, plancher ou tunnel (*cap, floor, collar*). Dans le cas d'un *cap*, par exemple, l'acheteur de l'option verse une prime au vendeur mais ce dernier s'engage en contrepartie à lui verser le différentiel entre le taux d'intérêt supporté par l'acheteur dans le cadre d'un prêt et un taux contractuellement fixé. Il serait aussi possible de citer les options de type barrière dont l'exercice est lié au fait que la valeur du sous-jacent franchisse à la hausse ou à la baisse un seuil contractuellement fixé.

monétaire donnée. La vente de l'option permet de dégager des fonds qui « subventionne » le crédit les premières années. Cette double opération permet de bonifier le taux d'intérêt en première période (et donc de limiter voire d'annuler la hausse de celui-ci) en contrepartie d'un risque supplémentaire en seconde période si l'acheteur de l'option venait à l'exercer. En effet, plus la collectivité fera un pari audacieux sur l'évolution du cours du sous-jacent, plus la valeur de l'option vendue sera élevée. A ceci près que les risques financiers en cas d'échec de ce dernier n'en seront que plus significatifs. Ainsi, si la valeur du sous-jacent vient à atteindre le seuil « critique » défini par le contrat d'option, un taux « dégradé » sensiblement supérieur au taux de marché va s'appliquer à la dette de la collectivité. Ainsi, une hausse du taux d'inflation insuffisamment anticipée, une brusque tension sur les taux d'intérêts ou une appréciation significative de la parité euro/dollar peuvent conduire les collectivités s'étant engagées dans de telles opérations à devoir supporter des taux d'intérêts qui ne sont pas sans rapport avec ceux des collectivités territoriales américaines qui subissent la crise des *auction-rate bonds* (Marty 2008).

Deux exemples, mis en exergue par Fitch dans sa note de juillet 2008, permettent d'illustrer les risques liés à ces produits structurés dans un contexte de crise financière. Si les marchés financiers fonctionnent normalement, les taux d'intérêts à long terme devraient logiquement être significativement supérieurs aux taux à court terme. Or, la crise que nous connaissons à l'heure actuelle se traduit par une brusque élévation des taux courts sous l'effet de la défiance généralisée qui prévaut entre les acteurs du marché et la résurgence de fortes tensions inflationnistes (4,1% dans la zone euro par exemple). Ce faisant, les taux à trois mois atteignaient 4,97 % en France au 1^{er} août quand les taux à 10 ans n'étaient que de 4,53 % et les taux à trente ans de 4,79 %. Une collectivité qui se serait engagée dans la vente d'une option pariant sur « la pente des taux » verrait donc inexorablement l'acheteur de l'option exercer celle-ci et subirait donc un taux d'intérêt significativement supérieur à celui du marché et celui de la première période. Il en irait de même pour une collectivité qui se serait engagée dans un produit combinant un prêt classique et une option sur la parité euro/dollar (produit à barrière de taux de change). En janvier 2007, un euro valait un dollar trente et le taux de l'OAT à 10 ans s'établissait à 4,06 %. Dans l'exemple de Fitch, une collectivité s'endette en vendant parallèlement une option. Celle-ci lui permet de se voir garanti un taux de 3,18 % les trois premières années, puis pour les années suivantes, ce même taux si l'euro ne dépasse pas 1,44 \$ ou un taux qui serait fonction de la différence entre le cours de l'euro et ce seuil ($3,18 \% + (100 \% - 1,44 / \text{EUR-USD})$). La remontée de l'euro à 1,6 \$ au cours en juillet 2008 conduit à un taux théorique atteignant 10,87 %. Si la tendance s'était

maintenue en conduisant l'euro à deux dollars, le taux aurait pu s'élever à 31,18 % (rappelons que l'euro ne représente plus que 1,25 dollars le 28 octobre 2008).

En cas d'évolution négative de la valeur du sous-jacent, la collectivité n'a donc que deux solutions. Soit elle accepte de payer un taux dégradé, en espérant que les effets de la crise financière viennent progressivement à se résorber, soit elle s'engage dans un refinancement de l'opération. Comme nous l'avons vu, une restructuration en faveur d'un prêt de long terme à taux fixe est difficile à obtenir dans un contexte de *credit crunch* dans lequel les banques ont de plus en plus de mal à se refinancer et ont déjà passé plus de 400 milliards de dollars de provisions dans leurs comptes. Le refinancement risque en fait de passer par un autre prêt structuré. La collectivité devrait alors accepter une prise de risque encore plus forte pour que le prix de vente de l'option couvre à la fois la hausse des taux sur le premier prêt et rémunère la banque. S'engager dans une telle restructuration peut apparaître comme une fuite en avant. Si les établissements de crédits acceptent ces opérations, les raisons en sont à rechercher dans le fait que les marges réalisées sur ces dernières sont supérieures à celles des opérations de prêt classique⁷. Il n'en demeure pas moins que cela pose deux problèmes. Le premier, comme le soulève Fitch Ratings, est de nature incitative : « au lieu d'être rémunérés pour prendre un risque (de crédit) supplémentaire, [les banques] l'ont été pour faire prendre un risque (de taux) à leur clients ». Le second problème, corolaire du précédent, tient au conflit d'intérêts qui peut prévaloir pour certains établissements de crédit à la fois conseillers des collectivités et vendeurs de produits structurés.

L'attitude des collectivités s'explique, en premier lieu, par un manque d'expertise financière ne leur permettant pas d'apprécier correctement les risques liés à ces opérations. Fitch rapporte qu'aux côtés de comparaisons éminemment biaisées et dangereuses du taux bonifié garanti les premières années avec le taux d'intérêt courant, des comparaisons en termes de valeur actuelle nette sont souvent pratiquées. Cette méthode ne permet en rien de saisir l'impact de la volatilité qui prévaut sur le prix du sous-jacent. Or, la principale origine des risques de ces produits structurés réside dans la volatilité des cours (elle-même exacerbée en temps de crise financière). En second lieu, l'attitude des collectivités pourrait s'expliquer par un court-termisme budgétaire, malheureusement favorisé, si ce n'est encouragé, par les imperfections des cadres réglementaires et comptables dans lesquels se déploient l'action publique locale.

⁷ La marge réalisée par les banques sur les produits structurés s'établirait, selon *Les Echos* (Drif et Cossardeaux, 2008), dans un rapport de 1 à 10 vis-à-vis d'un prêt à long terme et à taux fixe classique.

II – Les imperfections du cadre réglementaire et comptable français

Parmi les facteurs ayant favorisé la diffusion des produits structurés au sein des collectivités territoriales françaises, le rapport de Fitch Ratings met en exergue l'obsolescence de l'encadrement réglementaire, qui n'a pas évolué au rythme de la créativité financière, et l'inadaptation des normes comptables applicables aux collectivités qui ne permettent pas de rendre compte du coût réel des engagements mais seulement des décaissements de l'exercice.

Si depuis la décentralisation de 1982, le principe d'autonomie prévaut en matière de recours à la dette et de restructuration de celle-ci, deux limites sont posées. Tout d'abord, l'obligation de présenter un budget de fonctionnement équilibré cantonne théoriquement l'emprunt au financement de l'investissement. Ensuite, il est théoriquement interdit aux collectivités de s'engager dans des opérations de nature spéculative. Cependant, l'évolution même de l'offre de produits financiers fait que le cadre réglementaire français entrave paradoxalement plus les opérations de couverture des risques financiers que les opérations purement spéculatives. En effet, l'utilisation de produits dérivés de taux est encadrée par la circulaire 92-260 du 15 septembre 1992. Elle limite le recours à ces instruments aux seules opérations de couverture. Elle exige, en outre, que les collectivités ne s'engagent que pour des motifs d'intérêt général revêtant un caractère local. Son application se limite cependant aux contrats dissociés de l'opération financière couverte. Or, comme le souligne le rapport de Fitch, ce cas de figure était adapté aux produits dérivés du début des années quatre-vingt-dix et non aux produits structurés actuels, lesquels combinent un emprunt avec un ou plusieurs produits dérivés. Il est donc paradoxalement plus difficile de couvrir *ex post* un risque financier que de s'engager dans une stratégie purement spéculative, laquelle ne fait pas l'objet d'un encadrement spécifique.

A cette imperfection réglementaire, liée à l'absence de réactualisation de la circulaire depuis 1992, s'ajoute un cadre comptable favorisant les stratégies de court terme et produisant des incitations de fuite en avant pour masquer (transitoirement) les conséquences financières de malheurs sur les produits dérivés. Ces imperfections pourraient être en grande partie corrigées si les règles comptables venaient à s'aligner sur celles du secteur privé ou même sur celles de l'Etat. La logique de la comptabilité publique locale issue de la M14 demeure principalement, malgré les progrès qu'elle a apporté en son temps (notamment la prise en compte de charges calculées), celle d'une comptabilité de caisse, avec les avantages que celle-ci garantit, en termes de contrôle de la régularité de la dépense publique mais aussi avec les insuffisances que celle-ci signifie en termes

de contrôle de l'efficacité de la décision publique et de prise en compte des risques liés aux engagements.

Une collectivité qui souscrit un crédit structuré n'enregistre dans ses comptes que la charge d'intérêt bonifiée de la première année. Elle n'est pas amenée à donner une traduction comptable à l'aléa pesant sur les frais financiers des années ultérieures. Ceci enfreint non seulement le principe de prudence comptable (le risque de taux est significatif) mais aussi le principe de spécialisation des exercices (la bonification peut être considérée comme une subvention des exercices suivants en faveur de l'exercice actuel, en d'autres termes, un report de charge d'intérêt vers les exercices futurs). Accepter la situation créée par une évolution défavorable des cours du sous-jacent signifierait, pour la collectivité, le paiement d'un taux dégradé qui aurait une traduction immédiate dans les comptes. A l'inverse, la souscription d'un second produit structuré encore plus risqué à terme pourrait être considérée comme attractive dans la mesure où elle maintiendrait, par l'intermédiaire du mécanisme de bonification d'intérêt, la charge financière à son niveau précédent. Ainsi, la seule traduction comptable de la charge d'intérêt et l'absence de reconnaissance des risques financiers dans les états comptables sont susceptibles de favoriser des stratégies de court terme, éminemment dangereuse en terme de solvabilité.

Les normes comptables privées internationales (IFRS) apparaissent comme mieux adaptées aux enjeux, notamment au travers de l'IAS 32 « instruments financiers : information à fournir et présentation) et de l'IAS 39 « instruments financiers : comptabilisation et évaluation ». En effet, le principe de comptabilisation de certains instruments financiers à leur juste valeur (*fair value*) conduit l'entité concernée à passer des provisions en cas de pertes latentes. Ceci permet de traduire dans les comptes l'impact de la volatilité des sous-jacents. L'application du principe de la juste valeur aux instruments financiers fait l'objet de contestations, notamment dans le secteur bancaire. En effet, l'IAS 39 exige que les dérivés et les instruments de couverture figurent dans les comptes et non en hors-bilan. Elle introduit, ce faisant, une forte volatilité dans les comptes, comme en témoigne, les provisions pour dépréciations des titres de créances enregistrées par les banques depuis le déclenchement de la crise des *subprimes*. Cependant, elle accroît l'information des différentes parties prenantes sur les risques effectivement encourus par l'entité et améliore la sincérité des comptes.

La réduction des risques de mise en œuvre de stratégies comptables opportunistes liées aux produits structurés pourrait passer par l'élaboration de comptes pluriannuels, à l'instar des

pratiques des collectivités allemandes ou italiennes mais aussi par l'adoption des règles en la matière issues de la Loi organique sur les lois de finances de 2001. Si suivant le principe de l'autonomie locale, la Lolf ne s'impose pas aux collectivités, certaines d'entre-elles en ont adopté les principes (Arthuis 2007). L'adoption des règles de comptabilité générale de l'Etat permettrait de disposer non seulement d'un outil de contrôle de la régularité de la dépense publique mais aussi d'évaluation de sa performance (Marty et al., 2006). Elle constitue, en d'autres termes, un outil de pilotage de l'action publique, en offrant une vision à moyen terme de l'actif, du passif et des engagements de la collectivité publique considérée.

Il n'en demeure pas moins que l'expérience de l'Etat témoigne du fait que la traduction des opérations financières portant sur des produits structurés n'est pas chose aisée en matière comptable. En effet, le ministère de l'Economie et des Finances recourt à ces instruments dans le cadre de sa politique de gestion active de la dette. Il utilise notamment des contrats d'échange de taux d'intérêts lui permettant notamment de substituer à une dette à taux fixe de long terme (OAT 10 ans) une dette à taux fixe de plus court terme (OAT 2 ans) par l'intermédiaire de deux *swaps* enchaînés, l'un permettant d'échanger un taux fixe à dix ans contre l'Euribor 6 mois et l'autre échangeant ce taux contre le taux fixe à deux ans. Cette stratégie, fondée sur le renouvellement de l'opération jusqu'à l'échéance et sur l'hypothèse d'une courbe des taux « normale » (en d'autres termes de taux courts inférieurs aux taux longs), n'est bien évidemment pas sans créer de risques qui doivent être traduits d'une façon ou d'une autre dans la comptabilité générale de l'Etat. Cette traduction comptable, cependant, n'est pas allée sans poser problème. La Cour des Comptes avait d'ailleurs formulé des réserves sur ce point dans le cadre de la certification des comptes de l'Etat (Cour des Comptes, 2007). En effet, dans le cadre du *Recueil des normes comptables de l'Etat* (arrêté du 21 mai 2004, modifié en avril 2007 et en mars 2008), les *swaps* étaient considérés comme un instrument de *macro-couverture*, au sens de la réglementation bancaire. En d'autres termes, les contrats de *swaps* noués par l'Etat étaient considérés comme faisant partie d'une stratégie de réduction globale du risque financier global lié à la variation des taux d'intérêts. La logique de la *macro-couverture*, dans ce sens, est de rendre le résultat de l'entité moins dépendant des mouvements des taux. Les produits financiers s'intégrant dans cette stratégie peuvent alors apparaître en hors-bilan. Ce traitement comptable fit l'objet de vives critiques de la part de la Cour. D'une part, substituer un taux à deux ans à un taux à dix ne fait que renforcer l'exposition de la personne publique au risque de taux. D'autre part, les comptes de l'Etat ne renseignent en rien sur la performance financière de la stratégie de couverture.

Les réserves de la Cour ont été levées dans le cadre de la certification des comptes 2007 (Cour des Comptes, 2008). Non seulement un audit de la stratégie de couverture menée par l'Agence France Trésor a montré que celle-ci constituait une prise en charge efficace des risques mais la refonte de la norme n° 11 – *Dettes financières et instruments financiers à terme* – de la nouvelle version du *Recueil des normes comptables de l'Etat* (modifié le 13 mars 2008), permet une meilleure reconnaissance comptable des produits dérivés utilisés pour couvrir le risque de taux. La norme comptable applicable aux instruments financiers à terme, utilisés dans le cadre de la gestion active de la dette de l'Etat, ne se base pas sur les IFRS, mais sur le Plan Comptable Général et sur les règles et principes du Comité de la réglementation bancaire et financière. La raison invoquée pour justifier l'écart vis-à-vis des normes internationales tient à l'absence de stabilisation de celles-ci en matière d'instruments financiers. Dans la mesure où ces instruments financiers (*swaps* de taux ou de devises, options ou contrats à terme) induisent des engagements conditionnels, leurs montants nominaux figurent en hors-bilan. La personne publique doit cependant justifier qu'ils participent d'une logique de couverture des risques. A chaque exercice, les intérêts payés ou reçus doivent être traités comme des charges ou des produits financiers affectant de ce fait le résultat courant. En outre, le *Recueil des normes comptables de l'Etat* indique, qu'en dehors des opérations de couverture, les gains ou les pertes liés aux instruments à terme de taux d'intérêts, qui résultent d'échanges sur des marchés organisés doivent être considérés comme des produits ou des charges financières de l'exercice considéré. Pour ceux négociés de gré-à-gré, les gains latents ne doivent pas impacter le résultat, alors que les pertes latentes doivent se traduire par des provisions pour risque à hauteur du risque encouru.

Ainsi, l'adoption des normes comptables applicables à l'Etat, à défaut des normes privées (adaptées aux spécificités de l'action publique, comme l'indique l'article 30 de la Lolf), permettrait de réduire, au moins partiellement les risques liés à un recours excessif aux produits structurés.

III – Les enseignements des pratiques britanniques et italiennes en matière d'encadrement du recours aux produits financiers structurés

Les réglementations en matière d'autonomie financière des collectivités territoriales diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre. Si les opérations de nature spéculative sont généralement interdites, les opérations portant sur les produits structurés ou plus généralement les financements innovants (contrats de leasing, prêts mezzanine, opérations de titrisation,...) font

l'objet de réglementations restrictives dans certains Etats, comme le Royaume-Uni et de façon plus récente l'Italie.

Le cas britannique est particulièrement intéressant dans la mesure où malgré un assouplissement récent, mais relatif, avec le *Local Authority Act* de 2003, le cadre réglementaire applicable aux politiques de gestion active de la dette des collectivités territoriales est particulièrement restrictif. Les collectivités peuvent désormais s'endetter sans autorisation préalable pour tout objectif relevant de leurs missions⁸. Elles doivent non seulement le faire dans le cadre d'une gestion budgétaire prudente mais elles demeurent soumises au contrôle du gouvernement central dès lors que les engagements souscrits pourraient excéder leur capacité de remboursement et dès lors que celles-ci ont recours à des financements « innovants ».

A ces limites issues du droit légiféré vient s'ajouter une jurisprudence très restrictive issue de la *Court of Appeal* et de la Chambre des Lords, laquelle concerne particulièrement les contrats de *swaps*. En fait, les collectivités locales britanniques furent des pionnières en matière de contrats d'échange de taux. Dès les années quatre-vingt, celles-ci eurent recours à ces instruments, notamment dans le but d'accroître leurs ressources financières, significativement réduites par la politique du gouvernement Thatcher. De telles prises de position, dans une optique spéculative, conduisirent le Hammersmith and Fulham London Borough Council, à détenir près de 50 % du marché mondial des *swaps* de taux à la veille du krach financier de 1987 (Loughlin, 1990.). La remontée des taux d'intérêts consécutive à la crise conduisit à une perte de plus de 500 millions de livres. Le *District Auditor* (contrôleur des finances locales) engagea des poursuites pour obtenir la nullité des contrats. La Chambre des Lords déclara *in fine* les contrats nuls et illégaux. Aux termes de cette jurisprudence, le recours à des *swaps* excède les pouvoirs conférés par la loi aux collectivités⁹. Celles-ci ne peuvent en outre s'engager dans des opérations purement financières. Ce faisant, les collectivités locales britanniques ne jouissent pas en matière financière d'un degré d'autonomie comparable aux collectivités françaises ou espagnoles¹⁰.

⁸ Une régulation du volume global des emprunts que pouvait contracter une collectivité était précédemment mise en œuvre. Un plafond était déterminé par le gouvernement par l'intermédiaire de *credit approvals* (Comité directeur sur la démocratie locale et régionale, 2002)

⁹ Les difficultés rencontrées au Royaume-Uni, qui inspirèrent la circulaire française de 1992, se répétèrent aux Etats-Unis en 1994 avec la banqueroute du Comté d'Orange, lequel perdit 1,7 milliard de dollars avec des produits dérivés.

¹⁰ Depuis l'adoption de la Constitution de 1978, l'Espagne compte 17 régions semi-autonomes. Les plus importantes d'entre-elles (Catalogne, Pays Basque, Valence, Galicie, Andalousie et Madrid) ont une totale liberté en matière d'endettement. Elles peuvent émettre des obligations sur les marchés internationaux de capitaux et sont autorisées à mettre en œuvre des financements de type mezzanine dans le cadre desquels, il existe différentes classes de priorité dans le remboursement et par là même plusieurs niveaux de risque et de rémunération.

Le durcissement de la réglementation italienne est beaucoup plus récent (Meneguzzo et Matraia, 2008) mais s'avère d'autant plus intéressant que les collectivités locales se sont engagées, à l'instar des collectivités françaises, dans de nombreuses opérations financières innovantes depuis le début des années quatre-vingt-dix (renforcement de l'autonomie locale avec la *legge 142/1990*). Selon des estimations du Trésor italien, les engagements souscrits par les collectivités sur des produits dérivés s'élèvent à un montant de 35 milliards d'euros pour un encours global de dette de 120 milliards, soit un montant strictement équivalent à celui des collectivités locales françaises (35 milliards pour un encours de dette de 137,5 milliards).

Une part croissante du financement des collectivités locales italiennes est d'origine obligataire. Ce type de financement est autorisé par l'article 32 de la loi de 1990. Entre 2000 et 2006, les collectivités territoriales ont réalisé plus de 1360 émissions obligataires pour un montant cumulé de 31,7 milliards d'euros. Le financement obligataire, qui représente 43 % des ressources financières des régions et 42 % de celui des provinces, s'est accompagné de la couverture des risques par des contrats de *swaps* (autorisés par la loi 724/1994). Autre conséquence induite par le financement obligataire, le recours à une gestion active de la trésorerie, dans la mesure où les fonds sont disponibles immédiatement alors que des crédits seraient débloqués au fur et à mesure des besoins¹¹. Enfin, la *legge finanziaria* de 2002 (loi 448/2001) autorise les opérations de refinancement et de restructuration du passif, lesquelles étaient particulièrement attractives dans une conjoncture caractérisée par des taux très peu élevés.

Les raisons du durcissement de la réglementation tiennent d'une part à la prévention d'éventuelles stratégies spéculatives et d'autre part à la volonté de maîtriser l'évolution de l'endettement des collectivités (lequel affecte le déficit et la dette publique au sens du Pacte de Stabilité et de Croissance). Des restrictions ont notamment été apportées quant aux types d'instruments financiers utilisables (décret 389/2003) ainsi que quant aux montants de notionnel pouvant être souscrits (Diano, 2008). Les collectivités territoriales ne peuvent recourir aux produits structurés que pour couvrir leurs risques de taux et de change ou pour restructurer leur

¹¹ Rappelons que certaines collectivités territoriales américaines affectées par la crise des *subprimes* le furent non seulement au travers de la réduction des ressources fiscales ou par des défaillances d'enchères d'*obligations municipales* mais aussi au travers de placements de trésorerie dans de très rémunérateurs mais aussi très risqués actifs structurés. La crise financière n'affecte pas seulement les politiques de gestion active de la dette mais aussi les politiques de gestion active de trésorerie. Dans le cas de la province australienne de Nouvelle Galles du Sud (NSW), une évaluation a montré que les collectivités locales ont investi une part significative de leur trésorerie dans des CDO (Collateralized Debt Obligations). Ces dernières ont pu contourner la réglementation (Investment Order / Local Government Act – 1993) qui exigeait pourtant que les placements se fassent dans des actifs sans risque en s'appuyant sur la notation AAA de ces actifs. Sous l'impact de la crise, les 590 millions de dollars australiens investis par les collectivités locales se sont en moyenne dépréciés de 34 % (Cole, 2008).

dette (mais pour le seul montant du passif sous jacent). Le ministère de l'économie et des finances se propose, en outre, de coordonner toutes les opérations de financement innovant dont le montant serait supérieur à 100 millions d'euros. De la même façon dans un souci de reconnaissance comptable des engagements et d'identification des risques, certaines collectivités locales (à l'exception des régions pour lesquelles le système n'est qu'optionnel, du fait de leur autonomie) vont se voir dans l'obligation de rendre compte en annexe des caractéristiques des instruments financiers souscrits et d'estimer leur juste valeur. La nouvelle réglementation italienne doit être resituée dans un contexte marqué par un durcissement des règles édictées par Eurostat, l'office européen des statistiques, en matière de calcul des déficits et de la dette publique (Marty 2007.) mais aussi de réintégration dans les comptes publics de certaines opérations de titrisation¹², très fréquemment utilisées par les collectivités locales (Eurostat, 2007). La prégnance du souci de la maîtrise de la dette publique est aussi perceptible avec l'introduction d'un *pacte de stabilité interne* (article 28 de la loi 448/98), lequel limite les possibilités de stratégie hors bilan et induit un plafonnement en matière de dette publique locale (Meneguzzo et Matraia, 2008)

Ainsi, le développement du recours aux produits structurés par les collectivités territoriales pose deux défis en matière de maîtrise des risques financiers, lesquels sont l'un et l'autre liés aux imperfections des cadres réglementaires et comptables.

Le premier tient à la sincérité des comptes publics locaux, à la reconnaissance et à l'évaluation des risques liés aux prises de position financières. Il s'agit à la fois de prévenir le développement de stratégie hors bilan et de rendre compte de la réalité de la charge financière de la collectivité. Il est indispensable que les règles de la comptabilité publique donnent une image sincère de la situation financière de la collectivité, comme l'exige l'article 15 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen (la Société a le droit de demander compte à tout agent public de son administration). Un recours raisonné et non opportuniste aux instruments financiers innovants suppose enfin que les risques qu'ils sont susceptibles d'induire et les engagements qu'ils signifient soient correctement traduits dans les comptes de l'entité publique, rejoignant en ceci une des

¹² La titrisation peut en effet être utilisée comme un outil de dissimulation de la dette hors bilan. L'administration transfère un ensemble de droits de propriétés sur des actifs financiers ou non financiers ou le droit de recevoir des flux futurs (ex. des créances) à une entité financière (l'unité de titrisation). Celle-ci lui verse un flux monétaire en contrepartie. Elle trouve ces fonds en émettant à son nom sur le marché financier des obligations adossées à l'actif transféré (*asset-backed securities*). Le remboursement de la dette sera gagé par les flux de revenus liés à l'actif. Ce faisant, la titrisation peut apparaître comme un instrument d'amélioration artificielle de la situation des comptes publics ou d'emprunt public hors bilan.

problématiques liée aux contrats de partenariats public-privé, en l'occurrence celle des stratégies de déconsolidation (Posner, 2008). A ce titre, l'appui sur une comptabilité d'engagement est une nécessité et par certains égards la prise en considération de la valeur de marché de certains instruments peut constituer une aide efficace au pilotage public.

Le second défi posé par le recours aux produits structurés est relié de la même façon à l'une des problématiques induites par les contrats de partenariats. Il s'agit de la soutenabilité budgétaire des engagements et de la capacité des collectivités publiques à correctement évaluer celle-ci. Si le risque de défaillance financière n'est pas réellement significatif pour des collectivités territoriales, la question de la capacité des gestionnaires publics à garantir une gestion prudente des derniers publics est posée, notamment en matière de maîtrise d'outils financiers complexes. Il s'agit, de la même façon, de s'interroger sur de possibles conflits d'intérêts entre le rôle de conseil des établissements de crédits joué auprès des collectivités territoriales et leur offre de produits structurés. En Allemagne, où la dette des collectivités locales atteint quelques 560 milliards d'euros, une banque a été récemment condamnée en première instance pour défaut de conseil après la vente de produits financiers structurés à une collectivité locale. De la même façon, la ville de Milan a assigné certaines de ses banques (Deutsche Bank, UBS, JP Morgan et Depfa) sur des dérivés liés à une de ses émissions obligataires (1,7 milliard d'euros).

Le Tribunal de Commerce de Toulouse a annulé, le 27 mars 2008, des contrats d'échanges de taux (en l'occurrence des *swaps* de pente de taux) vendus en 2004 et 2005 (Drif et Cossardeaux, 2008). Ceux-ci portaient sur un montant de 20 millions d'euros. Le tribunal a condamné la Caisse d'Epargne de Midi-Pyrénées et Ixis à verser 600 000 euros au bailleur social Patrimoine-SA Languedocienne pour compenser les pertes subies et sanctionner un défaut de mise en garde sur le caractère spéculatif de ces contrats (sur la base du principe de l' *obligation prétorienne d'information et de conseil*¹³). Ainsi, à l'instar des contentieux opposants certaines collectivités locales américaines aux banques suite à l'effondrement en février 2008 du marché des *auction-rate bonds* du fait de leur brusque cessation de leur rôle de « faiseur de marché¹⁴ », un autre ensemble de contentieux

¹³ Le Tribunal de Commerce de Toulouse doit étudier le 4 novembre 2008, l'appel formé par la Caisse d'Epargne de Midi-Pyrénées et Natixis (ex-Ixis).

¹⁴ Il convient de distinguer dans le cas américains deux ensembles de contentieux liés aux *auction-rate bonds*. Le premier est lié aux poursuites engagées par les détenteurs de titres à l'encontre des banques. Ces dernières n'auraient pas satisfait à leurs obligations d'information en matière de risques de liquidité portant sur les obligations municipales. Considérées comme des placements de trésorerie parmi les plus liquides, les ARB détenus par les investisseurs se sont avérées avec la défaillance des enchères en février 2008 certes très rémunératrices (du fait de l'application des taux d'intérêts compensatoires prévus dans les contrats) mais illiquides. Face aux poursuites engagées par les investisseurs détenteurs de ces titres devant de nombreux tribunaux américains, un ensemble de transactions ont d'ores-et-déjà été conclues par les principales banques américaines pour éviter que des procès soient

semble se dessiner en Europe, fondé quant à lui sur les obligations d'information des collectivités quant aux risques réellement induits par les instruments financiers de plus en plus complexes que celles-ci utilisent dans le cadre de leurs politiques de gestion active de leur dette et de leur trésorerie.

engagés. Quelques 170 plaintes avaient été déposées début août 2008. La FINRA (Financial Industry Regulation Agency) a d'ailleurs créé une procédure d'arbitrage spécialisée pour les litiges liés aux ARB sur le modèle de celle utilisée par Citigroup, la première banque à avoir conclu une transaction début août 2008. Courant août, d'autres banques comme UBS, Morgan Stanley, JP Morgan et Wachovia conclurent de pareilles transactions reposant sur le rachat des ARB détenues par les investisseurs et le paiement de pénalités financières. D'autres établissements, comme Goldman Sachs sont en cours de négociation avec l'Etat de New York pour conclure une telle transaction.

	Citigroup	UBS	Meryll Lynch	Morgan Stanley	JP Morgan	Wachovia
Engagements de rachats d'ARB	20 milliards \$ (reprise des titres à leur valeur d'achat) - 7,5 milliards pour les investisseurs individuels (38 000) dans un délai de trois mois - 12 milliards pour les investisseurs institutionnels (2 600) d'ici fin 2009, accompagné d'un engagement d'octroi de prêts à ces derniers pour garantir leur liquidité dans l'intervalle	19,4 milliards \$	10 à 12 milliards \$ en faveur des particuliers	4,5 milliards \$ en faveur des particuliers avant janvier 2009	3 milliards \$	9 milliards \$
Sanction financière	100 millions \$ (ministère de la justice de l'Etat de New York)	150 millions \$ (Etats de New York et du Massachusetts)	Accord amiable avec la SEC et les Etats de New York et du Massachusetts	35 millions \$	25 millions \$	50 millions \$

D'autres établissements de crédits font l'objet de poursuites engagées par des investisseurs, comme par exemple le Crédit Suisse, poursuivi par ST Microelectronics pour avoir investi, sans son accord préalable, quelques 450 millions de trésorerie dans des ARB. Bank of America est quant à elle citée à comparaître, Bank of New York Mellon fait l'objet d'une enquête de la SEC (Securities Exchange Commission). Dans l'ensemble de ces contentieux, les plaignants et les autorités reprochent notamment aux banques d'avoir continué à vendre des ARB aux investisseurs jusqu'à l'effondrement du marché en février 2008, alors qu'elles étaient en mesure d'anticiper ce dernier dès l'été 2007. Il convient de la même façon de mettre en exergue un second ensemble de contentieux, reposant aussi sur un manque d'information délivrée par les banques à leurs clients mais non plus engagés par les détenteurs de titres mais par les émetteurs. Morgan Stanley s'est par exemple engagée à racheter pour 1,5 million \$ d'ARB émises par deux communes du Massachusetts et le régulateur de l'Etat du New Hampshire a introduit mi-août 2008 un recours en justice contre UBS au nom d'une autorité de gestion d'établissements scolaires et de santé (HEFA) et d'un organisme de prêts étudiants du New Jersey (NHHELCO).

Arthuis J., (2007), « Faut-il étendre la Lolf à l'ensemble des entités de la sphère publique ? » *Revue française de finances publiques*, n°100, novembre, pp. 129-134)

Artus P., (2008a), “The Destabilisation of Financial Markets by Margin Calls”, *Working Paper, Natixis Economic Research*, n° 10, August, 15p.

Artus P., (2008b), “What is the Nature of the Crisis?”, *Flash Economics Natixis*, n° 395, September, 13p.

Bailey M.N., Elmendorf D.W. and Litan R.E., (2008), “The great credit squeeze: how it happened, how to prevent another”, *Discussion Paper – Brookings Economic Studies*, May, 163p.

Cole M., (2008), “Review of NSW Local Government Investments”, Department of Local Governments, NSW Government, April, 28p

Comité directeur sur la démocratie locale et régionale, (2002), *Rapport sur les risques liés aux engagements financiers des collectivités locales*, Communes et Régions d'Europe, n° 76, éditions du Conseil de l'Europe, août, 37p

Cour des Comptes, (2007), *Certification des comptes de l'Etat 2006*, Paris, mai

Cour des Comptes, (2008), *Certification des comptes de l'Etat 2007*, Paris, mai

Diano D., Parisot C. et Ali Fadli M., (2008), « La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation », *Rapport Finance Publique Internationale*, Fitch Ratings, juillet, 8p

Drif A. et Cossardeaux J., (2008), « Endettement : les collectivités prises au piège des produits structurés », *Les Echos*, 7 juillet.

Eurostat, (2007), « Nouvelle décision méthodologique d'Eurostat sur le déficit et la dette : Opérations de titrisation réalisées par les administrations publiques », *Communiqué de Presse*, n° 88, juin

Gaouaoui S., (2008) « Financements de projets – la crise gagne les PPP », *Option Finance*, n° 990, 21 juillet.

Lee S., (2008), “Auction-Rate Securities: A Bidder's Remorse? – A Primer”, *NERA Economic Consulting*, May, 31p.

Loughlin M., (1990), “Innovative Financing in Local Government: The Limits of Legal Instrumentalism”, *Public Law*, Autumn, pp. 372-408

Marty F., (2007), « Partenariats public-privé, règles de discipline budgétaire, comptabilité patrimoniale et stratégies de hors bilan », *Document de travail OFCE*, n° 2007-29, octobre, 48p.

Marty F., (2008), « Les conséquences de la crise des subprimes pour les collectivités locales américaines », *Revue Bancaire et Financière*, 2008/4-5, juin, pp. 315-324.

Marty F., Voisin A. et Trosa S., (2006), « Les enjeux liés à l'adoption d'une comptabilité patrimoniale par les administrations centrales », *Revue Internationale des Sciences Administratives*, volume 72, numéro 2, juin, pp. 213-232

Meneguzzo M. et Matraia C., (2008), « La funzione finanza negli enti locali. Strategie, attore, modelli organizzativi, tendenze in atto », in *finanza innovativa negli Enti locali. Indagini e strumenti*, Formez, Dipartimento Funzione Pubblica, Presidenza Consiglio Ministri, Roma.

Posner P., (2008), « Les partenariats public-privé : le rôle du budget », *Document de travail OCDE*, GOV/PGC/SBO, juin, 28p.

Rey-Lefebvre I., (2008), « Les finances des collectivités locales sont fragilisées par la crise du crédit », *Le Monde*, 19 juillet.