

Paris, le 1<sup>er</sup> décembre 2011

Le contexte concernant la situation financière des collectivités locales et territoriales vient d'être rappelé par Françoise LARPIN.

A ces contraintes budgétaires et financières, il faut en ajouter deux qui touchent pour l'une toutes les collectivités, pour l'autre un nombre plus restreint.

Il s'agit d'une part de la diminution extrêmement forte de crédits, attendue en 2012, après un « rattrapage » par l'Etat via la CDC sur les dernières semaines de cette année et d'autre part de la gestion budgétaire et financière des produits structurés et plus particulièrement des crédits structurés souscrits auprès de Dexia.

En effet, la façon dont cet Etablissement aborde le sujet est très différente de celle des autres banques françaises ou étrangères.

Pour ce concerne plus particulièrement Dexia l'annonce en septembre dernier de son « démantèlement » (pour ne pas parler de faillite) et la validation par la LFR 2011 des conditions financières (garanties) de reprise de ses activités n'a toujours pas permis à ce jour de régler la question.

Nous allons traiter ces deux sujets par rapport à leur apparition chronologique :

- Produits structurés
- Accès au crédit bancaire

## 1. Les produits structurés

### 1.1 Vocabulaire et principes

Il s'agit tout d'abord de préciser quelques éléments de vocabulaire :

- ✓ Les produits structurés englobent les crédits structurés (opérations d'emprunt dont le taux d'intérêt dépend d'une formule conditionnée - notamment contrats Dexia) et les swaps structurés adossés à des emprunts existants structurés ou non.
- ✓ La famille des produits structurés intègre de nombreuses formules dont les plus connues sont :
  - Les barrières,
  - Les pentes
  - Les changes
  - Les snow-ball
- ✓ Toutes ces formules ne présentent pas le même risque d'exercice, et par conséquent le même impact de risque de hausse du taux d'intérêt dont devra s'acquitter la collectivité.

- ✓ Seules les structures liées aux changes et au snow ball pourraient être qualifiées de « toxiques »
- ✓ Enfin, il faut distinguer dans tous les cas le risque récurrent (réversible) et le risque irréversible.
- ✓ Seuls, les snow ball (et les formules à cliquet) constituent un risque irréversible. Toutes les autres pourraient être qualifiées de « taux révisable » ou plus exactement de « taux fixe révisable ».

## 1.2 Approches budgétaires et financières des produits structurés

Ces produits structurés doivent être, de notre point de vue, abordés selon deux angles :

- L'aspect budgétaire, c'est-à-dire avec le risque d'application de la formule à chaque date d'échéance,
- L'aspect financier, c'est-à-dire le cout de sortie provisoire (gel de coupon) ou définitif du contrat ou du swap structuré.

Les deux aspects ne se recoupent pas et ne peuvent être abordés de la même façon.

### 1.2.1 Aspect budgétaire

Si une collectivité n'a pas la volonté (nous reviendrons sur ce point) de sortir de façon définitive parce qu'elle n'a pas la capacité financière pour le faire, ou qu'elle considère qu'elle a été « trompée » ou à tout le moins, mal conseillée par ses partenaires, elle n'a qu'un choix : celui d'apprécier le risque d'exercice de la formule dans le temps sur la base de ses propres anticipations d'évolution de taux (ou des cours de change) et non des taux forwards qui ne constituent qu'un calcul mathématique établi à partir de la courbe de taux du moment.

Comme nous l'avons précédemment souligné, la plupart des formules conduisent à des « taux révisables ».

Si on se resitue en 2008, au moment de l'inversion de la courbe des taux (à partir de l'été), certaines formules sur la pente ont été exercées (notamment celles basées sur les durées longues de 20 et 30 ans). Depuis, la plupart des détenteurs de ce type de produit considèrent (ou considéreraient jusqu'à une date récente) que le risque est nul ou quasi nul.

Les formules structurées sur la pente partent en fait d'un principe, jusqu'à présent avéré, de la pentification de la courbe de taux selon la durée de l'emprunt.

Il n'est pas possible d'apprécier les formules basées sur le change de la même façon. Les cours de change (et non pas les taux de change, c'est le risque des traductions !), dépendent des écarts de compétitivité entre zones économiques, ou plus exactement des écarts de compétitivité entre les flux traités dans telles ou telles devises.

Comme nous pouvons de plus en plus le constater, la devise ne couvre pas une zone géographique mais une zone économique.

Il est ainsi d'usage, quel que soit le lieu de production, d'établir le prix des puces électroniques en USD alors qu'il n'y a pas de sites de productions aux USA. Il en est de même pour l'aéronautique ou le pétrole.

L'évolution de ces toutes dernières années a sensiblement modifié les zones de production et, de consommation. Ce qui est considéré comme la crise des subprimes et ses multiples conséquences ont conduit à une instabilité notable des parités de change et notamment vis-à-vis de deux devises qui nous concernent plus particulièrement, le CHF et le YEN.

Les formules structurées, dépendantes de l'une et l'autre de ces devises ont donc naturellement soufferts et souffrent encore même si les banques centrales des pays concernés (en particulier la BNS) sont intervenues pour « calmer » le jeu et éviter une surévaluation de leur monnaie, leurs propres économies risquant d'être touchées par une trop grande appréciation de celle-ci.

### 1.2.2 Aspects financiers

Toute sortie provisoire (=« gel de coupon ») ou définitive d'un produit structuré revient à payer une soulte calculée selon les conditions du marché. Cette soulte « valorisée au prix du marché (*mark to market*) », consensuelle jusqu'en 2008, est devenue plus difficile à déterminer de façon certaine. Dans un contexte de forte diminution du nombre de contreparties et donc de contraction des volumes traités, la valeur de marché est remplacée par une valeur de retournement, c'est-à-dire le prix demandé par une contrepartie pour accepter de traiter une opération. C'est le plus souvent parce que ses valeurs sont devenues élevées, voire très élevées que la plupart des réaménagements n'aboutissent pas vraiment sauf pour des raisons de pure cosmétique budgétaire !

### 1.2.3. Renégociations/réaménagements

Comme nous l'avons souligné, tous les risques n'étant pas de même nature ni de même portée, il paraît donc essentiel de traiter ces différentes formules de façon dissociée et non pas, comme nous le constatons, selon le degré d'insistance de certains établissements à vouloir traiter tout, et tout en même temps.

Les difficultés à ce stade deviennent « plus politiques » que techniques. En effet les Elus n'assument pas tous leur encours structurés et pour beaucoup voudraient s'en débarrasser. Or dans ce marché, plus que dans tout autre, « la vente à la casse » ou la vente dans un « marché creux » a un prix et un prix fort (cf. supra aspects financiers).

Cette situation est renforcée par la position bien particulière de Dexia qui a vendu des volumes très importants de prêts structurés (23 Milliards) mais, surtout l'a fait de façon très organisée en s'assurant des marges très confortables au travers notamment de réaménagements successifs : une barrière de 2001 à 2002, a été transformée en pente en 2005/2006 puis en change en 2007/2008.

Alors que les marges sur les crédits classiques multi-index et revolving se situaient à moins de 10bp, les marges cumulées sur cette succession de crédits structurés atteignent 300 à 400 bp !!!

Cette marge élevée, hors norme, associée à la difficulté pour Dexia de trouver des contreparties pour traiter les opérations dans un marché qui est de plus en plus « creux » explique en grande partie la difficulté des collectivités à sortir des contrats structurés à un prix acceptable.

La position des autres Etablissements est très différente. Tous, sans exception, ont dès 2009/2010 accepté de partager le cout de sortie provisoire ou définitif permettant ainsi de transformer les prêts fortement structurés en prêts plus banalisés ou tout simplement en taux fixe. Le niveau historiquement bas de ces derniers depuis plus d'1 an a contribué à ce résultat.

Hormis les cas extrêmes dont la Presse s'est fait l'écho, (jugement en référé du Tribunal de Grande Instance de Paris contre RBS/ville de Saint Etienne), même si un nombre de collectivités de plus important assignent les prêteurs, et notamment Dexia, aucun jugement n'a été jusqu'à présent rendu.

Les diverses auditions devant la Commission d'Enquête Parlementaire sur les produits structurés a mis en évidence des responsabilités partagées entre Etat, Banques, collectivités et conseils. Par mi les banques citées, les pratiques commerciales de Dexia et les volumes traités par cet établissement ont été largement soulignés et commentés.

Dans mon introduction, j'évoquais les conditions du démantèlement de Dexia voté par notre Parlement dans le cadre de la LFR 2011. Il est ainsi prévu un traitement bien distinct entre ce qui sera la banque/agence de financement du Secteur Public dont la Banque Postale sera actionnaire à 65%, et la reprise de Dexia Municipal Agency (DMA) qui porte les encours actuels de Dexia par la CDC à hauteur de 65% .

La LFR 2011 prévoit en outre que l'Etat apportera sa garantie (rémunérée) à DMA à hauteur de 6.5 M€ avec une franchise de 500K€ d'ores et déjà sanctuarisé dans le budget 2011 !!!

Mais pour l'instant, sur un plan strictement opérationnel, rien n'avance et les négociations avec Dexia piétinent.

Quelles questions peut-on se poser ? :

- Doit on attendre que les nouveaux actionnaires de DMA et l'Etat donnent le signe de négociations qui permettrait à toutes les collectivités locales concernées par les prêts les plus sensibles de s'en sortir sur la base d'un taux fixe de marché, comme l'a suggéré Augustin de Romanet lors de son audition devant la commission d'enquête parlementaire ?
- Les collectivités locales doivent elles assigner les prêteurs et/ou les banques contreparties des motifs retenus par les avocats spécialisés ?
- Les collectivités locales doivent elles accepter la cosmétique budgétaire proposée en permanence par Dexia sans aucune contrepartie financière ?  
En effet dans ce cas, la collectivité locale assume tout et Deixa ne fait que « planquer » des coûts dans un rallongement, une modification de profil d'amortissement, la marge sur de nouveaux flux ou la contamination d'un encours certes structuré, mais sans risque, voire de contrats multi-index ou d'OCLTR qui ont aujourd'hui une valeur inestimable comme nous le verrons dans la deuxième partie de notre intervention.

## **2 L'accès au crédit - Les solutions de financement**

Que peut-on faire pour se financer ? Réfléchir différemment

A force de ne pas vouloir payer le vrai prix pour les uns, et la recherche d'une rentabilité excessive pour les autres, le marché du crédit au secteur public est passé de l'abondance à la pénurie.

A des contrats de financements multi-index, et re-constituables (« revolving ») à moins de 10 bp assortis de commission de non-utilisation de façon à confirmer le crédit, les collectivités, largement encouragées par les Banques, et avec un parfait assentiment des pouvoirs publics, ont préférés de beaux contrats, de plus en plus structurés au fil des réaménagements comme nous l'avons déjà évoqué.

Les derniers contrats signés ont été, souvent dans l'urgence, transformés en contrats structurés pour répondre aux besoins de financements à l'automne 2008 et plus récemment pour diluer l'impact facial d'un gel de coupon.

Le stock est ainsi gelé !

Exit, la gestion active de la dette et de la trésorerie !!

Par ailleurs, la crise des sub-primes née des 2007 aux USA, qui a trouvé son apogée avec la chute de Lehman Brothers en 2008, a d'abord conduit à un profond déséquilibre du système bancaire puis à celui des Etats occidentaux.

Exit Dexia ou presque !

Les Etats ont saisi les banques qui ont racheté de la dette souveraine, aujourd'hui dégradée.

Les banques de financement et d'investissement ont été à l'origine de la création de valeur fictive puisque fondée grâce à l'ingénierie financière, sur une structuration incluant de forts effets de levier.

Exit les banques de financement et ainsi les contreparties sur les opérations financières dont notamment les opérations structurées !

Enfin, depuis l'été dernier, la volonté du régulateur a conduit les banques à constituer ou reconstituer à marche forcée un niveau de fonds propres compatible avec leurs activités et notamment celle de prêts. En très bref : le volume de ressources et la durée de détention de ces ressources déterminent le volume et la durée des emplois.

Les collectivités ne pouvant déposer des fonds ailleurs qu'au TP ne deviennent plus des clients privilégiés.

Exit les prêteurs !

La plupart des sources se recoupent et évoquent un gap de 10 à 12 milliards entre les besoins des collectivités pour 2012 et les ressources qui seraient mises à leur disposition par les banques (y compris la nouvelle agence via de la Banque Postale)

Que faire ? Réfléchir et agir autrement et notamment analyser différemment ses besoins !

## 2.1 Financement moyen terme

Le produit contracté devra permettre de faire le portage financier :

- ✓ des subventions en attente de versement
- ✓ du remboursement de la TVA.

Le cas échéant, ce contrat pourrait permettre de pré-financer les investissements long terme.

- ✓ Durée : 3/4 ans
- ✓ Plafond de mobilisation progressif (afin de limiter le montant de la commission de non-utilisation)
- ✓ Amortissement In-Fine
- ✓ Indexation : taux indexé
- ✓ Remboursement anticipé : sans pénalité (les remboursements se feront au fur et à mesure des versements de subventions et du FCTVA)

## 2.2 Financement long terme

Afin de couvrir ce besoin de financement, plusieurs solutions peuvent être envisagées :

### 2.2.1 Financement BEI/CDC :

Compte tenu des difficultés rencontrées sur le secteur bancaire traditionnel, il est essentiel de rechercher des partenaires institutionnels pouvant offrir des conditions préférentielles. La CDC et la BEI peuvent apporter des financements qui présentent les avantages suivants :

- ✓ Apport de liquidité,
- ✓ Durée d'amortissement longue (parfois supérieure à 30 ans) très difficile à trouver sur le marché classique,
- ✓ Conditions financières bonifiées.

Attention, ces établissements mettent à disposition des enveloppes dans des conditions d'éligibilité de plus en plus strictes et d'un volume limité (au plus 50% pour chacun du besoin).

Il est donc important de monter rapidement les dossiers

### **Banque Européenne d'Investissement**

L'apport ne peut excéder 50% du montant total du projet.

Pour être admissibles, les projets doivent contribuer à la réalisation des objectifs économiques de l'Union Européenne. Les axes environnementaux et développement durable sont à privilégier.

Les contrats proposés sont relativement simples : taux fixe ou taux indexé. Aussi, pour une bonne gestion du risque de taux, l'utilisation d'instruments de couverture (swap) est souvent nécessaire.

## Caisse des Dépôts et Consignations

Depuis 2009 et jusqu'en 2013, cet établissement met à disposition du secteur public local une enveloppe de financement pour certains projets ou secteur (transports, hôpital 2012, ...). Le volume alloué ne peut dépasser 50% du montant de l'emprunt.

D'après ce que nous avons pu constater, un produit proposé par la CDC peut offrir une certaine souplesse grâce notamment à une phase de mobilisation *revolving* (ou presque).

### **2.2.2 Financement bancaire traditionnel**

Lancer une consultation bancaire auprès des établissements intervenant sur le secteur public local :

- ✓ Les banques classiques : Dexia Crédit Local, Crédit Agricole/BFT, Société Générale, Groupe des Caisses d'Épargne (CENFE, mais aussi parfois CFF et Crédit Coopératif), BCME
- ✓ Les banques peu présentes : BNP Paribas,
- ✓ Les banques étrangères : DPBB (ex Depfa), Helaba

Le cahier des charges devraient prévoir les éléments suivants :

- ✓ Une phase de mobilisation courte pour limiter les coûts de réservation,
- ✓ Des durées d'amortissements différenciés selon les biens financés,
- ✓ Une multi-indexation pour une bonne gestion du risque de taux.

### **2.2.3 Financement obligataire**

C'est une solution alternative au financement bancaire traditionnel. Il s'agit de recourir à un financement désintermédié afin de contourner les difficultés liées au secteur bancaire. Toutefois, la collectivité devra toujours faire face aux coûts actuels de la liquidité.

Outre la couverture du besoin de financement, une émission obligataire peut avoir certaines vertus :

- ✓ C'est une autre solution de financement qui donne un signal fort au marché bancaire,
- ✓ C'est un bon outil de communication financière :
  - La notation préalable indispensable permet de faire valider par un organisme extérieur la solvabilité de la CA,
  - Cette démarche, qui reste original, trouve souvent un bon écho médiatique.
- ✓ Elle peut permettre d'associer la population du territoire au financement du projet (expérience récente menée par la Région Pays de Loire, la Région Limousin, et en cours pour PACA, Rhône Alpes et à nouveau le pays de Loire).

En contrepartie, la collectivité doit faire face à certaines difficultés techniques :

- ✓ La mise en place de la démarche de notation et les délais à respecter,
- ✓ Les caractéristiques techniques d'une émission obligataire et notamment l'amortissement In-Fine de la ligne.

....et intégrer el coût d'une telle approche : notation et commissions

## 2.2.4 Agence de Financement

Les avis sur l'intérêt de cette agence et ses chances de voir le jour prochainement (normalement fin 2012, plutôt début 2013) sont assez divergents selon les sensibilités et les sources d'information.

Cette nouvelle entité serait constituée de deux structures :

- Un EPIC constitué des collectivités qui souhaitent emprunter auprès de l'Agence,
- Une Société Anonyme qui sera chargée de réaliser les opérations financières sur les marchés.

Comme tout établissement financier, l'Agence devra être dotée de fonds propres. Ces derniers devront être apportés par les collectivités membres et correspondront au « ticket d'entrée ». Son montant dépendra du type de collectivité et de sa taille.

En contrepartie de sa participation, la collectivité aura un droit à tirage d'un volume proportionnel au ticket d'entrée.

Pour s'assurer d'une bonne notation sur les marchés financiers et être ainsi compétitif, l'Agence :

- se réserve le droit de refuser certaines collectivités (situation financière trop dégradée),
- fera l'objet d'une garantie de la part de toutes les collectivités membres (et non de l'Etat),
- se refinancera sur la même durée que celle des emprunts alloués.

Pour les collectivités locales qui auront adhéré, l'Agence permettra :

- de souscrire de nouveaux financements dans la limite de 50% des inscriptions budgétaires annuelles,
- de disposer de produits simples (fixe ou variable simple),
- d'obtenir des emprunts amortissables.

Reste à savoir le coût du financement qui dépendra de la vision qu'auront les marchés de cette nouvelle entité.

### Conclusion

**Vous avez** pour mission essentielle de conjuguer besoins et contraintes de votre collectivité et de ce que l'on nomme sommairement le marché, associant à la fois l'offre bancaire et les marchés de taux d'intérêt.

Vous devez connaître votre besoin, vos capacités et vos limites avant de pouvoir les exprimer sous la forme de cahier(s) des charges suffisamment détaillé(s).

Il faut aussi appréhender l'environnement bancaire tant national que régional (les caisses mutualistes peuvent avoir des comportements différents selon les régions même si de plus en plus des instructions groupe prévalent) pour savoir qui peut prêter et jusqu'où peut se détailler l'expression du besoin.

Il est pour cela essentiel d'aborder de plus en plus les dossiers sous la forme de financement de projet et considérer que l'emprunt n'est plus un dû et partir du principe que le risque public a un prix. En outre, plus l'Etat est mis en péril, plus le secteur public est fragilisé et plus les banques vont être vigilantes et exigeantes.

Il faut donc prouver, démontrer l'intérêt, voire la rentabilité des investissements souhaités et la solvabilité de l'emprunteur.

En un mot, il faut séduire mais aussi rassurer ses banquiers.

Jeudi 15 décembre 2011



## Les finances des collectivités en 2012 *Conjoncture et évolutions prévisibles*

La gestion des crédits structurés  
L'accès des collectivités au crédit

Bernard ANDRIEU  
Président du Cabinet **Orféor**



## Les caractéristiques de l'évolution de la situation et de l'environnement financier des collectivités

Une **hausse constante** de la dette des administrations publiques locales (APUL) **depuis 1978**, passant d'environ 20 milliards d'euros à près de 160 milliards.

Un **cycle d'investissement haussier** de grande ampleur **depuis 2006** (+6,7% en moyenne, du jamais vu depuis la première moitié des années 80).

Une poursuite inéluctable liée aux **transferts de compétences** et à l'augmentation des dépenses de fonctionnement.

Une dette locale que certains peuvent considérer « finalement pas si maîtrisée que cela » si l'on se réfère à la prolifération des **produits structurés** dont certains plus « toxiques que d'autres » dans l'encours de la dette. La commission d'enquête parlementaire a cité les chiffres suivants:

« L'encours total de produits structurés est de **32,125 milliards d'euros pour l'ensemble des acteurs publics locaux**, y compris les universités, les hôpitaux et les HLM, et il s'élève à **23,303 milliards d'euros pour les collectivités locales**. L'encours à risques pour l'ensemble des acteurs publics locaux est de **18,828 milliards d'euros**, dont **15,787 milliards d'euros** sont à "très fort risque" »

Trois ans après la crise financière caractérisée par la chute de Lehman Brothers en 2008 puis le démantèlement en cours de Dexia, la **relation banques-secteur publique reste marquée par les conséquences de cette crise** à travers d'une part la gestion du stock des produits structurés les plus complexes notamment par **réduction du nombre de contreparties potentielles**, et, d'autre part des **conditions d'accès au financement bancaire**.

Le fait véritablement « nouveau » depuis notamment l'été 2011, concerne **l'évolution de l'environnement bancaire**, en particulier la confirmation des **nouvelles règles d'encadrement de la liquidité** et de constitution des fonds propres auxquelles les banques vont devoir répondre à travers la réglementation Bâle III.

## 1. Les produits structurés

Vocabulaire et principes

Approches budgétaires et financières des produits structurés :

Aspect budgétaire, Aspects financiers,

Renégociations/réaménagements

## 2. L'accès au crédit – Impact de Bâle 3 et solutions de financement

Bâle 3: principes et Conséquences

Financement bancaire intermédié: Moyen terme vs Long terme :

Financements de projets BEI/CDC,

Financement désintermédié: émissions obligataires, Agence de

Financement des Collectivités

# 1. Les produits structurés



**Novembre 2008:**  
à la suite d'une réunion des  
associations d'Elus et des  
banques à l'initiative de  
Michèle Alliot Marie et de  
Christine Lagarde, les  
« produits toxiques » ne  
sont plus un problème

## Novembre 2008: Antidote ministériel : les collectivités sont désintoxiquées !



- Les produits structurés englobent les crédits structurés (opérations d'emprunt dont le taux d'intérêt dépend d'une formule conditionnée - notamment contrats Dexia) et les swaps structurés adossés à des emprunts existants structurés ou non.
- La famille des produits structurés intègre de nombreuses formules dont les plus connues sont :
  - ✓ Les barrières,
  - ✓ Les pentes
  - ✓ Les changes
  - ✓ Les snow-ball
- Toutes ces formules ne présentent pas le même risque d'exercice, et par conséquent le même impact de risque de hausse du taux d'intérêt dont devra s'acquitter la collectivité.
- Seules les structures liées au change et les snow ball pourraient être qualifiées de « toxiques »
- Enfin, il faut distinguer dans tous les cas le risque récurrent (réversible) et le risque irréversible.
- Seuls, les snow ball (et certaines formules à cliquet) constituent un risque irréversible. Toutes les autres structures pourraient être qualifiées de « taux révisable » ou plus exactement de « taux fixe révisable conditionné ».

## Les conditions de marché

**Comportements et risques différents selon les produits:** barrière, pente, change, ....

**Les risques budgétaires et financiers:** .risque d'exercice et valeur(s) « au prix du marché; de retournement, ...

## Les objectifs

**Sortie définitive et/ou sécurisation d'échéance(s):** impacts budgétaires et financiers

**Volonté de la collectivité vs banque:** cosmétique budgétaire, négociation amiable, intervention d'avocats, assignation, médiation « Gissler »

## Le traitement

**Distinguer crédits structurés et instruments financiers:** gestion globale et/ou désensibilisation, c'est-à-dire diminution de l'impact du risque d'exercice (rachat d'option(s))

**Appréhender chaque établissement en fonction de ses caractéristiques, et capacités :** solutions et approches bien différentes.

**Pollution ou gestion dissociée:** intégration d'autres encours et/ou de financements nouveaux ou cantonnement

Il faut distinguer **risque immédiat ou quasi immédiat**, c'est à dire celui de payer le taux dégradé à la prochaine échéance, et la valeur de marché.

La difficulté pour un gestionnaire de dette se trouve ainsi dans l'**observation/comparaison fréquente** de ces deux risques et dans leur appréciation.

Il pouvait jusqu'à l'année dernière surtout ainsi **arbitrer entre** :

- la constitution d'**une provision liée au risque** est limitée à l'exercice en cours ou le prochain (dans la mesure où, comme nous l'avons rappelé précédemment, l'exercice de l'option - et donc le risque- est réversible) et calculée sur une hypothèse du taux dégradé "maximum" qui pourrait être appliqué,

Et,

- la **réévaluation au prix du marché** qui, selon le résultat (+/- value), doit le conduire à garder ou revendre à la banque le produit, notamment lorsqu'il peut encaisser la plus value (soulte positive) ou la réinjecter dans un autre produit moins (ou pas du tout) risqué pour bonifier une marge ou un taux.

## Exemple

*Une collectivité pouvait solder un crédit structuré sur la pente et utiliser la soulte positive (i.e. 571 K€ équivalent à 1,31% ) pour bonifier un "simple taux fixe" le faisant ainsi passer de 4,68% (prix du marché) à 3,36 % sans condition, jusqu'au terme de ce contrat (soit 14 ans) en lieu et place du crédit structuré quitté.*

Toute **sortie provisoire** (=« gel de coupon ») **ou définitive d'un produit structuré revient à payer une soulte** calculée « valorisée au prix du marché (*mark to market*) »,

Cette soulte, consensuelle jusqu'en 2008, est devenue plus difficile à déterminer de façon certaine. Dans un contexte de forte diminution du nombre de contreparties et donc de contraction des volumes traités, la valeur de marché est remplacée par une **valeur de retournement**, c'est-à-dire le prix demandé par une contrepartie pour accepter de traiter une opération.

C'est le plus souvent parce ce que ses valeurs sont devenues élevées, voire très élevées que la plupart des réaménagements n'aboutissent pas vraiment sauf pour des raisons de pure **cosmétique budgétaire**.

## Tous les risques n'étant pas de même nature ni de même portée

=> essentiel de traiter ces différentes formules de façon dissociée et non pas, comme nous le constatons, selon le degré d'insistance de certains établissements à vouloir traiter tout, et tout en même temps.

**Les difficultés à ce stade deviennent «plus politiques» que techniques.** En effet, les Elus n'assument pas tous leur encours structurés et pour beaucoup voudraient s'en débarrasser. Or, dans ce marché, plus que dans tout autre, « la vente à la casse » ou la vente dans un « marché creux » a un prix et un prix fort (cf. supra aspects financiers ).

Alors que les marges sur les crédits classiques multi-index et revolving se situaient à moins de 10bp, les marges cumulées sur la succession de crédits structurés vendus et réaménagés par Dexia atteignent 300 à 400 bp !!!

Cette marge élevée, hors norme, associée à la **difficulté pour Dexia de trouver des contreparties pour traiter les opérations dans un marché qui est de plus en plus « creux »** explique en grande partie la difficulté des collectivités à sortir des contrats structurés à un prix acceptable.

La **position des autres Etablissements est la plupart du temps très différente.** Pratiquement tous ont dès 2009/2010 accepté de **partager le coût de sortie provisoire ou définitif**, permettant ainsi de transformer les prêts fortement structurés en prêts plus banalisés ou tout simplement en taux fixe. Le niveau historiquement bas de ces derniers depuis plus d'1 an a contribué à ce résultat

Mais pour l'instant, sur un plan strictement opérationnel, **les négociations avec Dexia piétinent.**

## Quelles questions peut-on se poser ?

- Doit-on **attendre que les nouveaux actionnaires de DMA** (Dexia Municipal Agency) et l'Etat **donnent le signe de négociations** qui permettraient à toutes les collectivités locales concernées par les prêts les plus sensibles consentis par Dexia de s'en sortir sur la base d'un taux fixe de marché, comme l'a suggéré Augustin de Romanet lors de son audition devant la commission d'enquête parlementaire ?
- Les collectivités locales doivent-elles **assigner les prêteurs et/ou les banques contreparties** sur le fondement des motifs retenus par les avocats spécialisés ? Ou dans un premier temps simplement les **menacer pour les conduire à la table des négociations** ?
- Les collectivités locales doivent elles **accepter la cosmétique budgétaire** proposée en permanence par certains établissements et notamment Dexia, sans aucune contrepartie financière ?

En effet dans ce cas, **la collectivité locale assume tout** et la banque ne fait que « planquer » des coûts dans un rallongement, une modification de profil d'amortissement, la marge sur de nouveaux flux ou la contamination d'un encours certes structuré, mais sans risque, voire de contrats multi-index ou d'OCLTR qui ont aujourd'hui une valeur inestimable, comme nous le verrons dans la deuxième partie de notre intervention.

## 2. L'accès au crédit

A force de ne pas vouloir payer le vrai prix pour les uns, et la recherche d'une rentabilité excessive pour les autres, le marché du crédit au secteur public est passé de l'abondance à la pénurie.

A des contrats de financements multi-index, et re-constituables (« revolving ») à moins de 10 bp assortis de commission de non-utilisation de façon à confirmer le crédit, les collectivités, largement encouragées par les Banques, et avec un parfait assentiment des pouvoirs publics, ont préféré de beaux contrats, de plus en plus structurés au fil des réaménagements comme nous l'avons déjà évoqué.

Les derniers contrats signés ont été, souvent dans l'urgence, transformés en contrats structurés pour répondre aux besoins de financements à l'automne 2008 et plus récemment pour diluer l'impact facial d'un gel de coupon.

Le stock est ainsi gelé !

**Exit, la gestion active de la dette et de la trésorerie !!**

Par ailleurs, la crise des sub-primes née des 2007 aux USA, qui a trouvé son apogée avec la chute de Lehman Brothers en 2008, a d'abord conduit à un profond déséquilibre du système bancaire puis à celui des Etats occidentaux.

**Exit Dexia ou presque !**

Les Etats ont saisi les banques qui ont racheté de la dette souveraine, aujourd'hui dégradée. Les banques de financement et d'investissement ont été à l'origine de la création de valeur fictive puisque fondée grâce à l'ingénierie financière, sur une structuration incluant de forts effets de levier.

**Exit les banques de financement et ainsi les contreparties sur les opérations financières dont notamment les opérations structurées !**

Enfin, depuis l'été dernier, la volonté du régulateur a conduit les banques à constituer ou reconstituer à marche forcée un niveau de fonds propres compatible avec leurs activités et notamment celle de prêts. En très bref : le volume de ressources et la durée de détention de ces ressources déterminent le volume et la durée des emplois.

Les collectivités ne pouvant déposer des fonds ailleurs qu'au TP ne deviennent plus des clients privilégiés.

**Exit les prêteurs et notamment Dexia!**

**Conjugaison des 3 risques majeurs : risque de liquidité, risque de contrepartie, risque de taux**

La plupart des sources se recoupent et évoquent un **gap de 10 à 12 milliards entre les besoins des collectivités pour 2012 et les ressources qui seraient mises à leur disposition par les banques** (y compris la nouvelle agence via de la Banque Postale)

**Que faire ? Réfléchir et agir autrement et notamment analyser différemment ses besoins !**

## La réglementation Bâle III

En quoi cette réforme modifie-t-elle les conditions de financement bancaire des collectivités locales ?

Parmi les réponses de substitution, le financement désintermédié est souvent évoqué : de quoi s'agit-il ? Qui peut y prétendre et selon quelles modalités ?

Quelles sont les autres approches possibles ?

**Les effets de Bâle 3** : Tels qu'ils sont prévus, **les futurs ratios de liquidité** qui seraient imposés aux banques par la mise en œuvre opérationnelle de Bâle 3 coûtent déjà cher au secteur public.

En effet, pour pouvoir se refinancer correctement sur les marchés, les banques et établissements financiers devront pouvoir utiliser les actifs les plus liquides. Or, les prêts aux collectivités publiques en sont exclus.

En outre, pour l'instant (cf projet de modification de la Loi organique déposé par Mr P. Morel-A-L'Huissier le 1/10/2010), **les collectivités n'ont pas la possibilité de déposer des fonds (rémunérés ou non) ailleurs qu'auprès du Trésor Public**. Les prêteurs ne peuvent donc pas utiliser ces dépôts pour les retravailler en les transformant en prêts à plus ou moins long terme.

**Les conséquences financières** : Les prêteurs anticipent ;

La concurrence est de plus en plus faible ;

Les durées d'emprunt sont moins longues car les banques devront faire coïncider durées des prêts et sources de financement ;

Les produits sont moins souples, et les marges se rapprochent de celles pratiquées dans les années 90 est déjà franchie pour certains prêteurs.

La liquidité a disparu. Il manquait 6 à 8 Milliards pour équilibrer les CA et la CDC n'est finalement intervenue (directement et indirectement) que pour 3 + 2

**Les perspectives pour les collectivités**

Si les ratios prévus sont appliqués en l'état, les collectivités locales vont souffrir tant en ce qui concerne les financements directs que pour ce qui est des financements de projets (et notamment DSP, BEA, contrats de PPP,..).

→ Finit la trésorerie « 0 », les arbitrages de taux et les financements sur le très long terme...

**Qui, demain, complétera l'offre pour assurer les besoins nécessaires, souhaitables ou souhaités ?**

**Les collectivités territoriales vont donc absolument devoir tailler dans leurs projets** alors que, notamment pour les collectivités locales, l'approche des élections municipales conduit habituellement à l'inverse.

**Les autres solutions envisageables** : les émissions obligataires, l'Agence de financement, les contrats de partenariat

« Segmenter » le besoin de financement annuel par type d'investissement pour :

- Identifier les projets pouvant être financés sur des **durées plus courtes**
- Développer les **formules de crédit-bail** pour le financement de matériel

Renforcer si possible la prévision de gestion de trésorerie

- **Affiner** le volume de ligne de trésorerie nécessaire
- Exploiter les **capacités « revolving »** existantes

Développer les solutions de financements « groupées » à condition d'en garder la maîtrise (éviter les « pools »)

- suppose un **travail de validation** et une **coordination** plus forte en amont pour s'assurer de la qualité et de la fiabilité des différents partenaires potentiellement financeurs du « projet ».
- Permet d'organiser un « tour de table » commun et de **générer des économies d'échelle**

Passer d'une logique de financement « budgétaire » à celle de financement de « projet »

# La désintermédiation comme nouvelle source de financement externe

## Emissions monétaires : billets de trésorerie, ECP (Euro Commercial Paper), USCP (US Commercial Paper)

- Les **billets de trésorerie (BT)** sont des **titres de créance négociable (TCN)** émis par des entreprises (françaises ou étrangères) ou des collectivités locales ayant accès au marché monétaire.
- **Segment > 1 an : BMTN (Bon à Moyen Terme Négociable)**

## Emissions obligataires de référence : émissions libellées en EUR, USD, GBP, JPY

- Ces **émissions** permettent de lever des **montants importants** et servent de points de comparaison pour les investisseurs institutionnels (typiquement d'un montant minimum d'un milliard €...)

## Autres émissions obligataires publiques, elles peuvent être :

- De **taille variable, de format variable** : taux fixe, taux variable, structurées, libellées **en toute devise**
- Destinées à des investisseurs institutionnels et/ou à des investisseurs « retail »

## Placements Privés

- Soit « **plain vanilla** », soit **structurés**, ces placements peuvent être **de toute taille** (EUR 1 million à EUR 1 milliard) et **de toute maturité**
- Afin de maximiser la taille des financements levés par ce type d'instruments et d'en minimiser le coût, il est essentiel de **pouvoir adapter son offre à la demande des investisseurs**
- Les principaux types de structure sont liés : aux taux d'intérêt, à l'inflation, aux taux de change, aux indices boursiers, à des actions ou panier d'actions, à des crédits (CDS), à des fonds
- Le support juridique principalement utilisé est le **programme « MTN »**, mais d'autres formats tels que JPY Loan, Schuldschein permettent de diversifier la distribution.

## Des solutions de financement pour quels emprunteurs ?

**Question de la taille du programme... et donc de celle de la collectivité**

**Question de la structuration : notation, suivi...**

Si le « ticket d'entrée » a tendance à baisser (émission récente autour 30 M€), l'accès est malgré tout restreint aux « grandes » collectivités

**L'enjeu de la notation :** optimiser la solvabilité et garantir la liquidité de l'émission

## À quel coût ?

**Les paramètres qui interviennent dans le niveau du *spread* d'émission :**

la qualité de crédit de l'émetteur ;

la durée d'émission ;

la plus ou moins grande liquidité du marché

l'encours émis par l'émetteur

le profil de l'obligation (« bullet » ou « amortissable ») => lié à la liquidité du marché

**Pour les émetteurs fréquents, intérêt des programmes EMTN :**

Des coûts à l'émission réduits (les coûts de mise en place d'un programme sont amortis dès la seconde émission annuelle de taille Benchmark)

Une flexibilité accrue permettant d'effectuer des transactions Benchmarks mais également de taille plus réduites, en fonction des opportunités de marché afin de tirer profit d'éventuels arbitrages et de « *reverse enquiries* » (émissions à la demande des investisseurs)

# L'Agence de Financement

Les avis sur l'intérêt de cette agence et ses chances de voir le jour prochainement (normalement fin 2012, plutôt début 2013) sont assez divergents selon les sensibilités et les sources d'information.

**Cette nouvelle entité serait constituée de deux structures :**

- Un EPIC constitué des collectivités qui souhaitent emprunter auprès de l'Agence,
- Une Société Anonyme qui sera chargée de réaliser les opérations financières sur les marchés.

Comme tout établissement financier, l'Agence devra être dotée de **fonds propres**. Ces derniers devront être apportés par les collectivités membres et correspondront au « ticket d'entrée ». Son montant dépendra du type de collectivité et de sa taille.

En contrepartie de sa participation, la collectivité aura un droit à tirage d'un volume proportionnel au ticket d'entrée.

**Pour s'assurer d'une bonne notation sur les marchés financiers et être ainsi compétitive, l'Agence :**

- se réserve le droit de refuser certaines collectivités (situation financière trop dégradée),
- fera l'objet d'une garantie de la part de toutes les collectivités membres (et non de l'Etat),
- se refinancera sur la même durée que celle des emprunts alloués.

Pour les collectivités locales qui auront adhéré, l'Agence permettra :

- de **souscrire de nouveaux financements** dans la limite de 50% des inscriptions budgétaires annuelles,
- de disposer de **produits simples** (fixe ou variable simple),
- d'obtenir **des emprunts amortissables**.

Reste à savoir le coût du financement qui dépendra de la vision qu'auront les marchés de cette nouvelle entité.

# BEI et CDC

## **Banque Européenne d'Investissement**

L'apport ne peut excéder 50% du montant total du projet.

Pour être admissibles, les projets doivent contribuer à la réalisation des objectifs économiques de l'Union Européenne. Les axes environnementaux et développement durable sont à privilégier.

Les contrats proposés sont relativement simples : taux fixe ou taux indexé. Aussi, pour une bonne gestion du risque de taux, l'utilisation d'instruments de couverture (swap) est souvent nécessaire.

## **Caisse des Dépôts et Consignations**

Depuis 2009 et jusqu'en 2013, cet établissement met à disposition du secteur public local une enveloppe de financement pour certains projets ou secteur (transports, hôpital 2012, ...). Le volume alloué ne peut dépasser 50% du montant de l'emprunt.

D'après ce que nous avons pu constater, un produit proposé par la CDC peut offrir une certaine souplesse grâce notamment à une phase de mobilisation *revolving* (ou presque).

# Les contrats de partenariat: BEA et contrat de partenariat public-privé

## OUI si:

- **La collectivité sait précisément définir son besoin ou tout au moins ses objectifs techniques et financiers**
- **Dispose en interne et/ou en externe de ressources mobilisables pour traiter les aspects:**
  - ✓ Techniques
  - ✓ Juridiques
  - ✓ Economiques
  - ✓ Financiers (négociation bancaire et fixation des taux)

**avec en filigrane la difficulté de trouver le financement à long terme sauf à ce que les opérateurs modifient progressivement leurs approches**

**Pour conclure..**

### Dans une redéfinition stratégique

**Réaffirmer, avec l'aide des Elus, les priorités que doivent financer les emprunts contractés par les collectivités locales.**

**Prévoir, si possible, une pause dans les investissements.**

### Dans l'immédiat et le concret

**Définir une stratégie pluriannuelle de gestion de la dette** permettant d'évaluer le besoin de liquidité et le niveau acceptable de frais financiers et en conséquence de taux d'intérêts supportables.

**Sécuriser l'accès à la liquidité** avant d'envisager tout investissement .

**Garder la main et définir des cahiers des charges précis** à proposer aux prêteurs potentiels pour s'assurer des termes contractuels : commissions, marges, taux, conditions de mobilisation (délais, capacité « revolving »,..), de remboursement, ...

**Compléter** le dispositif par une **délibération de « gestion active »** autorisant le recours – limité – à certains instruments financiers destinés à assurer la sécurité du prix de la dette et ainsi le niveau acceptable de frais financiers pour les prochains exercices (cf. circulaires d15/09/992 et du 25/06/2010)

**Gérer quand c'est encore possible (en fonction des contrats disponibles) la trésorerie au plus près de 0**

**Suivre les marchés financiers** et utiliser de façon opportune les informations que fournit chaque jour la **courbe des taux** pour répondre aux objectifs préalablement définis.

Exemple : le 3 mois et le 3 ans sont au même taux, le 12 mois et le 5 ans aussi !

**Une année 2012 aux couleurs de 2008 mais avec Bâle III en plus ?**

**L'emprunt ne peut plus être une « variable d'ajustement » budgétaire**

**La gestion du risque de liquidité, un métier à part entière au sein des collectivités locales**

**Le marché obligataire en direct ou via l'Agence de financement des collectivités, une solution d'avenir... mais peut-être pas pour tous**

**Les contrats de partenariat : une solution contrastée**

Mission essentielle : **conjuguer besoins et contraintes de la collectivité** et de ce que l'on nomme sommairement **le marché**, associant à la fois l'offre bancaire et les marchés de taux d'intérêt.

**Connaître son besoin, ses capacités et ses limites** avant de pouvoir les exprimer sous la forme de cahier(s) des charges suffisamment détaillé(s), en changeant fondamentalement les habitudes : recours au moyen terme, dissocier les phases (préfinancement puis financement long terme, ...).

**Appréhender l'environnement bancaire** tant national que régional (les caisses mutualistes peuvent avoir des comportements différents selon les régions même si, de plus en plus, des instructions groupe prévalent) pour savoir qui peut prêter et jusqu'où peut se détailler l'expression du besoin.

**Aborder de plus en plus les dossiers sous la forme de financement de projet.** Considérer que l'emprunt n'est plus un dû et partir du principe que le risque public a un prix. En outre, plus l'Etat est mis en péril, plus le secteur public est fragilisé et plus les banques vont être vigilantes et exigeantes.

Prouver, démontrer l'intérêt, voire la rentabilité des investissements souhaités, et la solvabilité de l'emprunteur.

En un mot, **séduire mais aussi rassurer ses financeurs.**

# Annexes

Annexe 1 : Bâle III

Annexe 2 : Emissions Obligataires

## Bâle III et le financement des collectivités locales

### Sommaire

- Les grandes lignes de la réforme Bâle III
  - *Le renforcement des fonds propres*
  - *L'encadrement de la liquidité*
  
- Les impacts de la réforme Bâle III sur le financement des collectivités locales :
  - *Rappel des spécificités de la relation bancaire avec les collectivités locales*
  - *Les conséquences en termes de prix et de volume*
  - *Les pistes de solution en matière d'adaptation des offres*

## Des fonds propres qui se sont révélés mal calibrés

- Des fonds propres classés en « Core Tier One » n'ont pas absorbé les pertes durant la crise

## Bouleversement du marché du refinancement :

- Fermeture du marché du refinancement interbancaire en octobre 2008, nécessitant des interventions massives des banques centrales
- Des conditions de refinancement à long terme des banques qui se sont renchériées
- Depuis deux ans, creusement des déficits publics qui accroît la demande sur les marchés obligataires et est donc potentiellement facteur de tensions

### Objectifs :

- ⇒ **Renforcer l'autonomie des banques en cas de crise (fonds propres)**
- ⇒ **Mieux encadrer le risque de liquidité au niveau international**

## Renforcer la qualité et la quantité des fonds propres des banques pour mieux traverser les futures crises

- **Qualité : renforcement des critères d'inclusion dans les fonds propres « Core Tier One »**  
Certains instruments reconnus dans Bâle II seront désormais déduits dans Bâle III
- **Quantité :**  
Alourdissement des exigences en fonds propres sur les activités de marché

## Mieux appréhender le risque de liquidité pour renforcer la résistance des banques en cas de survenance de crises

- **Jusqu'alors :**  
Les autorités bancaires surveillent la gestion du risque de liquidité des banques à travers les coefficients de liquidité (exemple 88-01 pour les banques françaises)  
Aucune réglementation harmonisée au niveau international
- **Nécessité de tenir compte de scénarii de stress plus réalistes**
- **Le Comité de Bâle propose donc la mise en place de standards internationaux en matière de liquidité**

## 2 chantiers concernent le renforcement du ratio de solvabilité

**1**

**Fonds propres  
(numérateur)**

- Composition du capital
- Conglomérats / assurance
- Impôts différés
- Titres de participations bancaires
- Autres nouveaux traitements prudentiels

**2**

**Renforcements  
des exigences  
(dénominateur)**

- Risques de marché
- Risques de contrepartie sur opérations de marché
- Autres mesures (institutions financières, etc.)

## 2 chantiers concernent l'encadrement de la liquidité

**3**

**Leverage**

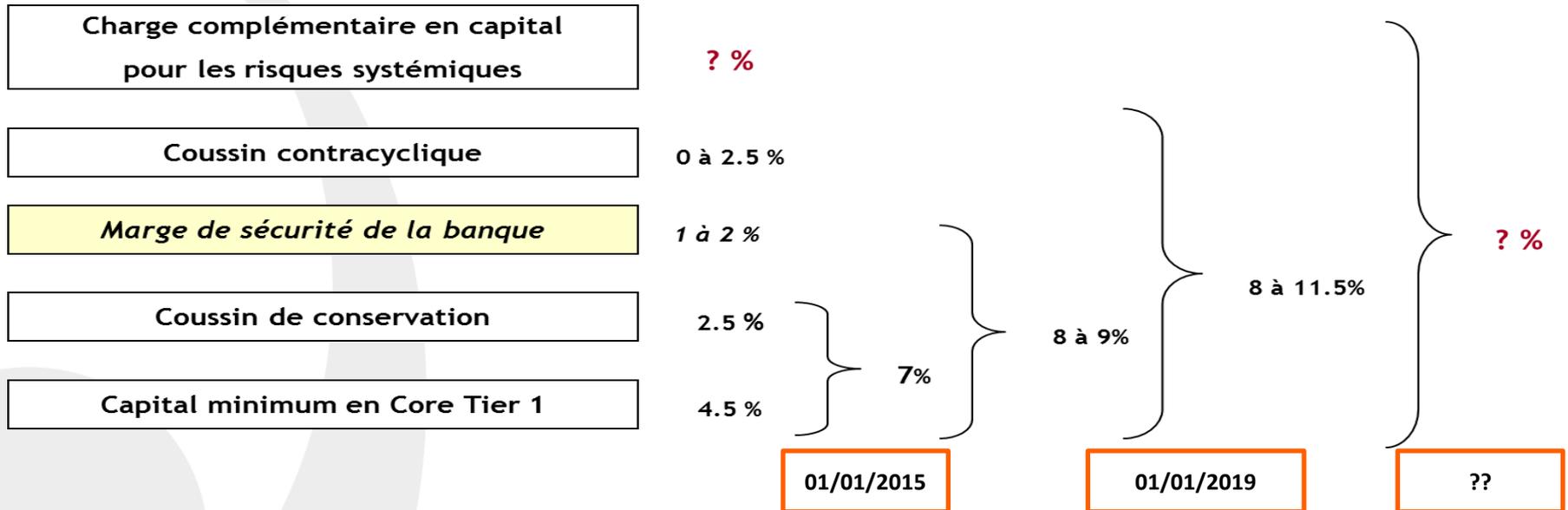
- Leverage ratio
- Procyclicité
- Institutions systémiques : exigences additionnelles (quantitatives et/ou qualitatives ?)

**4**

**Liquidité**

- Ratio d'actifs liquides à 30 jours : ratio « LCR »
- Ratio de transformation à 1 an : ratio « NSFR »

## Des incertitudes sur le calibrage définitif du ratio de solvabilité



## Un calendrier très serré sur la liquidité

- **Ratio LCR** : objectif de mesurer la capacité de résistance des banques pendant 1 mois et de manière autonome à un stress majeur, qu'il soit lié à des raisons spécifiques (*baisse brutale du rating*) ou dans le cas d'un scénario plus global (*exemple : faillite Lehman*)
- **Ratio NSFR** : objectif d'inciter les banques à favoriser l'adéquation entre la maturité (durée) des prêts qu'elles accordent et celle de leur propre refinancement.

01/01/2015

01/01/2018

Certaines activités seront +/- affectées par le volet « renforcement des fonds propres »

- **Activités de marché,**
- **Capital-risque....**

Les nouveaux ratios de liquidité vont impacter le financement de l'économie :

- **Remise en question du modèle traditionnel des banques qui consiste à transformer des ressources courtes (dépôts) en actifs longs (crédits)**
- **La nouvelle production de crédits devra être financée par des ressources stables et longues**
  - **Un renchérissement certain du coût du crédit**
- **Incitation à collecter de l'épargne longue et à investir dans des titres d'Etat (ou « *corporate* ») plutôt qu'à octroyer de nouveaux crédits**
  - **Favorise la montée en puissance en Europe de la désintermédiation, actuellement plus développée aux Etats-Unis**

Ce marché n'est pas, à ce jour, affecté par le volet « renforcement des fonds propres »...  
sauf contagion du risque « dette souveraine »...

En revanche, il sera, comme tous les agents économiques, concerné par le renforcement  
des exigences en matière de liquidité bancaire, d'autant plus que :

- **De par l'obligation de dépôt des fonds au Trésor, il constitue un marché « atypique » pour la banque puisque non générateur de collecte.**
- **La durée des crédits accordés est longue.**

Si le contenu des différentes réformes se confirme, gérer le risque de liquidité pour une  
collectivité locale signifiera :

- **Prendre en considération un renchérissement durable du crédit**
- **Elargir le cercle des prêteurs qui seront tous, individuellement, contraints en volume.**

# Les Emissions obligataires

## Sommaire

La désintermédiation comme nouvelle source de financement externe

- *Les produits offerts par le marché obligataire*
- *Les conditions d'accès au marché obligataire*
- *Pour quels emprunteurs ?*
- *Selon quelles modalités techniques et à quel coût ?*

## Emissions monétaires : billets de trésorerie, ECP (Euro Commercial Paper), USCP (US Commercial Paper)

- **Les billets de trésorerie (BT)** sont des **titres de créance négociable (TCN)** émis par des entreprises (françaises ou étrangères) ou des collectivités locales ayant accès au marché monétaire.
- D'une durée allant de 1 jour à 1 an, d'un montant minimal de 152 000 euros, le BT peut être émis à taux fixe ou avoir un coupon indexé sur une référence variable (le plus souvent l'EONIA).
- Lorsqu'il est émis à taux fixe les intérêts peuvent être payés à la fin (postcomptés) ou payés d'avance (IPA).
- La **notation financière** du programme par une agence de notation n'est pas obligatoire si l'émetteur est coté sur une place européenne (soit à la Bourse ou éventuellement s'il existe des obligations cotées de ce même émetteur). Dans la pratique, rares sont les entreprises ayant un programme de BT non noté car de plus en plus d'investisseurs refusent d'acheter des BT non notés.
- Le plus gros des achats (environ 70%) est aujourd'hui réalisé par les fonds monétaires (SICAV, FCP), ainsi que par les sociétés d'assurances. C'est d'ailleurs ce gisement d'investisseurs (50% des fonds monétaires européens sont gérés en France) qui a contribué au succès de ce marché.
- **Segment > 1 an : BMTN (Bon à Moyen Terme Négociable)**

## Emissions obligataires de référence : émissions libellées en EUR, USD, GBP, JPY

- Ces **émissions** permettent de lever des **montants importants** et servent de points de comparaison pour les investisseurs institutionnels,
- Elles sont typiquement d'un montant minimum d'1 milliard €, 1 milliard USD, 500 millions GBP ou 50 milliards JPY,
- Ces émissions sont de type « Eurobond ».

## Autres émissions obligataires publiques, elles peuvent être :

- De **taille variable**
- De **format variable** : taux fixe, taux variable, structurées
- Libellées **en toute devise**
- Destinées à des investisseurs institutionnels et/ou à des investisseurs « retail »

## Placements Privés

- Soit « **plain vanilla** », soit **structurés**, ces placements peuvent être **de toute taille** (EUR 1 million à EUR 1 milliard) et **de toute maturité**
- Afin de maximiser la taille des financements levés par ce type d'instruments et d'en minimiser le coût, il est essentiel de **pouvoir adapter son offre à la demande des investisseurs**
- Les principaux types de structure sont liés : aux taux d'intérêt, à l'inflation, aux taux de change, aux indices boursiers, à des actions ou panier d'actions, à des crédits (CDS), à des fonds
- Le support juridique principalement utilisé est le **programme « MTN »**, mais d'autres formats tels que JPY Loan, Schuldschein permettent de diversifier la distribution.

## Des solutions de financement pour quels emprunteurs ?

**Question de la taille du programme... et donc de celle de la collectivité**

**Question de la structuration : notation, suivi...**

Si le « ticket d'entrée » a tendance à baisser (émission récente autour 30 M€), l'accès est malgré tout restreint aux « grandes » collectivités

**L'enjeu de la notation : optimiser la solvabilité et garantir la liquidité de l'émission**

## À quel coût ?

**Les paramètres qui interviennent dans le niveau du *spread* d'émission :**

la qualité de crédit de l'émetteur ;

la durée d'émission ;

la plus ou moins grande liquidité du marché

l'encours émis par l'émetteur

Le profil de l'obligation (« bullet » ou « amortissable ») => lié à la liquidité du marché

**Pour les émetteurs fréquents, intérêt des programmes EMTN :**

Des coûts à l'émission réduits (les coûts de mise en place d'un programme sont amortis dès la seconde émission annuelle de taille Benchmark)

Une flexibilité accrue permettant d'effectuer des transactions Benchmarks mais également de taille plus réduites, en fonction des opportunités de marché afin de tirer profit d'éventuels arbitrages et de « *reverse enquiries* » (émissions à la demande des investisseurs)

**Bernard ANDRIEU**  
Président du Cabinet **Orféor**

+33 (0)6 11 28 10 10  
[bernard.andrieu@orfeor.com](mailto:bernard.andrieu@orfeor.com)

**Béatrice GINIEIS**  
Communication – Institutionnels  
+33 (0)6 07 47 70 73  
[beatrice.ginieis@orfeor.com](mailto:beatrice.ginieis@orfeor.com)

30, rue Saint-Marc – 75002 PARIS  
Tél.: +33 (0)1 47 03 46 99  
Fax : +33 (0)1 47 03 46 93  
[www.orfeor.com](http://www.orfeor.com)