

N°449

# SÉNAT

SECONDE SESSION ORDINAIRE DE 1991-1992

---

Annexe au procès verbal de la séance du 24 juin 1992.

## RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur le développement de la notation des collectivités locales,*

Par M. Paul LORIDANT,

Senateur.

---

(1) Cette commission est composée de : MM. Christian Poncelet, *président* ; Geoffroy de Montalembert, *vice-président d'honneur* ; Tony Larue, Jean Cluzel, Paul Girod, Jean Clouet, *vice-présidents* ; Maurice Blin, Emmanuel Hamel, Louis Perrein, Robert Vizet, *secrétaires* ; Roger Chénaut, *rapporteur général* ; Philippe Adnot, Jean Arthuis, René Ballayer, Bernard Barbier, Claude Belot, Mme Maryse Berge-Lavigne, MM. Paul Caron, Ernest Cartigny, Auguste Cazalet, Jacques Chaumont, Henri Collard, Maurice Couve de Murville, Pierre Croze, Jacques Delong, Marcel Fortier, Mme Paulette Fost, MM. Henri Guetschy, Yves Guéna, Paul Loridant, Roland du Luart, Michel Manet, Jean-Pierre Masseret, René Monory, Michel Moreigne, Jacques Oudin, Bernard Pellarin, René Regnault, Roger Romani, Henri Torre, François Trucy, Jacques Valade, André-Georges Voisin.

---

Collectivités locales - Rapports d'information.

## SOMMAIRE

---

	<u>Pages</u>
<b>AVANT-PROPOS</b> .....	5
<b>CHAPITRE PREMIER - LE DEVELOPPEMENT D'UNE PRATIQUE NOUVELLE</b> .....	7
<b>I - UNE TECHNIQUE FINANCIERE ISSUE DES MARCHES ANGLO-SAXONS</b> .....	7
<b>A. CE QU'EST LA NOTATION</b> .....	7
1. La définition de la notation .....	7
2. Les trois caractéristiques de la notation .....	8
3. Le recours direct aux marchés financiers .....	12
<b>B. CE QUE N'EST PAS LA NOTATION</b> .....	15
1. Le rating n'est pas un audit .....	16
2. Le rating n'est pas un scoring .....	17
3. Le rating n'est pas un "hit parade" .....	19
<b>II - LE PAYSAGE DE LA NOTATION EN FRANCE</b> .....	21
<b>A. LE CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE</b> .....	21
<b>B. LES AGENCES DE NOTATION EN FRANCE</b> .....	23
1. Les trois agences françaises .....	23
2. Une évolution pragmatique .....	25
<b>C. L'INFLUENCE DES AGENCES ANGLO-SAXONNES</b> .....	26
1. L'existence d'équipes nationales .....	27
2. Le réseau européen .....	28
3. Les risques de la double échelle .....	29
<b>Recommandations de la Commission</b> .....	31

	<u>Pages</u>
<b>CHAPITRE II - LA NOTATION APPLIQUEE AUX COLLECTIVITES TERRITORIALES EN FRANCE .....</b>	<b>33</b>
<b>I - DE PLUS EN PLUS DE COLLECTIVITES SE FONT NOTER EN FRANCE .....</b>	<b>33</b>
<b>A. LE CAS PARTICULIER DES ETATS-UNIS .....</b>	<b>33</b>
<b>B. LE DEVELOPPEMENT DE LA NOTATION EN EUROPE .....</b>	<b>34</b>
1. Un développement en France et à l'échelle européenne .....	34
2. Les conséquences d'une généralisation de la notation .. .. .	35
<b>II - DE NECESSAIRES ADAPTATIONS METHODOLOGIQUES ...</b>	<b>36</b>
<b>A. UNE METHODOLOGIE TRANSPPOSEE DU SECTEUR PRIVE</b>	<b>36</b>
1. Une méthode sérieuse .....	36
2. Les critères de jugement des agences de notation .....	38
<b>B. LES LIMITES DE LA NOTATION .....</b>	<b>42</b>
1. La compréhension du contexte français .....	43
2. Les limites de l'analyse financière .....	45
<b>III - DES RELATIONS A CLARIFIER .....</b>	<b>48</b>
<b>A. LA PUBLICATION DES NOTES .....</b>	<b>48</b>
1. La difficulté du problème .....	48
2. Le risque du détournement de la notation .....	49
3. Lier publication et émission .....	51
<b>B. LE RAPPORT DE NOTATION .....</b>	<b>52</b>
1. Des solutions diverses .....	52
2. La nécessité d'un rapport de notation significatif .....	52
<b>Recommandations de la Commission .....</b>	<b>54</b>
<b>CHAPITRE III - UNE TECHNIQUE RESERVEE AUX COLLECTIVITES LOCALES QUI SOUHAITENT S'ENGAGER A LONG TERME SUR LES MARCHES FINANCIERS .....</b>	<b>55</b>
<b>I - UNE PRATIQUE LIMITEE EN RAISON DES OBSTACLES A L'APPEL DIRECT A L'EPARGNE DES COLLECTIVITES LOCALES .....</b>	<b>55</b>

	<u>Pages</u>
<b>A. UN NOMBRE LIMITE DE COLLECTIVITES LOCALES CONCERNEES</b> .....	55
1. Les collectivités locales concernées .....	55
2. La situation paradoxale de Paris et de la Région d'Ile de-France .....	56
<b>B. LES INCONVENIENTS DE L'APPEL DIRECT AUX MARCHES FINANCIERS</b> .....	58
1. Un accès restrictif aux marchés financiers .....	58
2. Le montant minimum de l'émission obligataire .....	59
3. La rigidité des conditions de mobilisation .....	62
4. Le problème de l'amortissement in fine .....	62
<b>II - UNE TECHNIQUE A UTILISER DANS LE CADRE D'UNE STRATEGIE COHERENTE DE RECOURS AUX MARCHES FINANCIERS</b> .....	66
<b>A. LE BILAN DU RECOURS A LA NOTATION</b> .....	66
1. Les éléments favorables .....	66
2. Le coût du recours à la notation .....	68
<b>B. LA NECESSITE D'UNE DEMARCHE COHERENTE DE RECOURS AUX MARCHES FINANCIERS</b> .....	69
1. Le choix du compartiment adéquat .....	70
2. Une gestion de trésorerie avisée .....	72
3. La volonté de se faire connaître des investisseurs .....	73
<b>Recommandations de la Commission</b> .....	74
<b>CONCLUSION</b> .....	75
<b>EXAMEN EN COMMISSION</b> .....	77
<b>ANNEXES</b> .....	81
Annexe I - Liste des informations à l'agence euronotation .....	83
Annexe II - Liste des personnes entendues par votre rapporteur .....	87

Mesdames, Messieurs,

Lorsque par lettre en date du 9 août 1991, M. Christian Poncelet, président de la Commission des finances du Sénat, a bien voulu me confier la préparation d'un rapport d'information sur la notation des collectivités territoriales en France, cette pratique en était encore à ses balbutiements dans notre pays et seules deux collectivités locales étaient notées.

Depuis, trois nouvelles collectivités locales ont rendu publique leur notation et le terme est devenu plus familier grâce à la presse. Au demeurant, dans son rapport sur la gestion de la trésorerie et de la dette des collectivités locales de novembre 1991, la Cour des comptes remarque qu'*"une notation des collectivités territoriales, répandue de longue date aux Etats-Unis et plus récemment en Europe du Nord, mais encore très rare en France, pourrait présenter certains avantages"*.

Le présent rapport s'inscrit dans la lignée de celui consacré par votre rapporteur, en juin 1989 (*rapport n° 447, 1989-1990*), à la gestion de trésorerie des collectivités locales. Il s'agit d'étudier comment les collectivités locales peuvent s'adapter favorablement à la modernisation de leur environnement financier qui a accompagné le mouvement de décentralisation depuis le début des années 80.

Il s'efforce également, à partir des entretiens conduits par votre rapporteur, de présenter et d'expliquer l'origine, le rôle, l'utilité et, éventuellement, les limites, d'une technique financière nouvelle pour les responsables des collectivités territoriales.

Après une présentation générale de la notation (*chapitre premier*), le rapport examine l'application de cette technique aux collectivités territoriales (*chapitre II*) et s'efforce de déterminer dans quelles conditions celles-ci peuvent recourir favorablement à la notation (*chapitre III*).

## **CHAPITRE PREMIER**

### **LE DEVELOPPEMENT D'UNE PRATIQUE NOUVELLE**

#### **I - UNE TECHNIQUE FINANCIERE ISSUE DES MARCHES ANGLO-SAXONS**

La notation est une technique nouvelle en France puisque les premières notations de collectivités locales françaises sont apparues en 1990.

Il importe, tout d'abord, de préciser ce qu'est la notation mais également ce qu'elle n'est pas, car le terme notation risque trop souvent d'être utilisé pour désigner improprement des techniques différentes.

##### **A. CE QU'EST LA NOTATION**

###### **1. La définition de la notation**

Chaque agence de notation donne sa définition de la notation non sans points communs entre elles.

Pour M. Eric de Bodard, directeur général de Moody's France, la notation a pour objet de fournir des éléments d'information à un investisseur sur le risque de crédit, c'est-à-dire un risque de défaillance, qui pèse sur un instrument de dette négocié sur un marché financier.

Pour M. Beaudoin de Brie, président-directeur général d'Euronotation France, la notation consiste à apprécier l'aptitude d'un émetteur à payer les intérêts et à rembourser le capital aux échéances convenues avec le prêteur.

Pour M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF, la notation d'une créance fournit une

appréciation indépendante et professionnelle de la capacité d'un débiteur à assurer le service de la dette, intérêts et capital, aux échéances prévues.

Quelques éléments ressortent invariablement des définitions proposées : on peut définir la notation comme la procédure par laquelle des experts privés spécialisés délivrent, à la demande d'un émetteur désireux d'emprunter directement sur un marché financier, une opinion, exprimée sous forme d'une note synthétique, sur la qualité du risque qu'il présente.

## 2. Les trois caractéristiques de la notation

La note obtenue par un émetteur dans le cadre d'une procédure de notation est à la fois **subjective, comparative** et **attachée à une émission déterminée**.

### a) *L'expression d'une opinion subjective*

Comme le fait observer M. Eric de Bodard, directeur général de Moody's France, *"la notation est une opinion, ce n'est pas un diagnostic"*. La question qui se pose pour un notateur est de savoir si l'émetteur pourra faire face dans le futur à ses engagements, s'il en a la capacité et *"s'il en a la volonté"*.

Selon M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF, *"il s'agit non seulement de s'assurer qu'un émetteur remboursera sa dette en temps et en heures mais aussi qu'il a la volonté de le faire"*.

L'agence Standard & Poor's-ADEF insiste ainsi sur la notion de *"flexibilité"* de l'émetteur : le notateur se demande si, dans une circonstance défavorable, l'émetteur sera à même de mobiliser des ressources supplémentaires pour continuer à rembourser.

La subjectivité des analystes en matière de notation s'exprime donc sur deux plans.

- En premier lieu, la notation comprend **une part de prévision sur l'avenir**. La notation n'est pas une analyse financière, par nature rétrospective, mais une véritable analyse de crédit. Elle porte sur une émission dont la durée de vie peut aller jusqu'à 30 ans.

C'est pourquoi l'agence de notation porte obligatoirement une appréciation sur l'avenir de l'émetteur, sur l'évolution future des ses activités et de son environnement.

• En second lieu, le notateur examine non seulement la situation financière de l'émetteur mais également son aptitude à la modifier : la note reflète donc non seulement la capacité présente de remboursement de l'emprunteur mais également son aptitude à générer des liquidités, pour faire face à ses engagements, en cas de crise grave. A cet égard, la notation est plus proche d'une "analyse stratégique" que d'une analyse financière proprement dite.

### *b) Un jugement relatif*

L'information procurée par la notation est relative : elle doit permettre, selon M. Eric de Bodard, directeur général de Moody's France, une analyse à la fois "comparative et cohérente" par rapport aux autres notes délivrées par la même agence.

On tend abusivement à attribuer à la notation le caractère d'évaluation générale d'un émetteur : en réalité, l'agence a mesuré la sécurité offerte par une créance.

La notation ne vise pas à assurer un classement très subtil entre émetteurs : l'échelle d'Euronotation relative aux obligations comprend ainsi dix notes étagées entre AAA (créance dont la sécurité est exceptionnelle) et D (défaut de paiement).

#### **Echelle long terme**

AAA	Créances dont la sécurité est exceptionnelle
AA	Créances dont la sécurité est très forte
A	Créances dont la sécurité est forte
BBB	Capacité de paiement des intérêts et du capital aux échéances satisfaisantes
BB	Degré accru d'incertitude et de risque croissants avec le temps
B	Degré accru d'incertitudes et de risques
CCC	Probabilité croissante de défaut
CC	Probabilité croissante de défaut
C	Probabilité croissante de défaut
D	Défaut de paiement



Le "triple A" est accordé aux créances dont la sécurité de paiement est maximale : l'Etat français est noté "triple A" pour ses emprunts sur les marchés financiers internationaux. En bas de l'échelle, on trouve les créances en défaut de paiement mais qui, du fait qu'elles ne sont pas abandonnées par les créanciers, conservent la possibilité d'être récupérées : tel pourrait être le cas des emprunts russes qui subsistent, bien qu'il s'agisse incontestablement d'un cas de défaut de paiement.

Comme le fait observer enfin l'agence Euronotation (1) en matière de notation, la médiane des notes d'une agence ne doit pas être confondue avec la moyenne : *"l'état d'équilibre entre la conviction et le doute quant au paiement d'une dette est déjà une situation de risque notable"*.

En pratique, toutes les notes égales ou supérieures à BBB (Baa pour Moody's) sont réputées ne pas devoir poser de problèmes de service financier : elles constituent des *"investment grade"* (placement relativement sûr) par opposition au *"speculative grade"* ou encore *"junk bonds"*.

Les agences de notation n'ont pas vocation à opérer un classement complet de chaque émetteur, par ordre croissant de sécurité : plusieurs émetteurs peuvent se voir attribuer la même note dès lors que le risque attaché à l'émission est considéré comme similaire par l'agence.

M. Philippe Raimbourg, professeur agrégé à l'université de Nancy, fait remarquer toutefois que les agences de notation, en complétant les échelles de notes *"lettres"* par des chiffres 1, 2 ou 3, qui marquent des nuances de qualité au sein de chaque note, tendent à affiner leur analyse, en passant d'un classement *"cardinal"* à un classement *"ordinal"* plus fin.

Il reste enfin que le caractère relatif des émissions apparaît sur l'échelle d'émission au sein d'une même agence.

Chaque agence a ainsi sa propre échelle-lettres entre chacune desquelles une correspondance peut être établie tout en sachant que chaque échelle est autonome.

La notation permet de compter des émissions ayant obtenu la même note.

La note est internationale (2) : ainsi, la note délivrée à l'émission d'une collectivité locale française peut se comparer pour

1. La Lettre Euronotation n° 1, avril 1991.

2. Sous réserve du cas de la double échelle, voir infra.

l'investisseur à celle accordée à un Etat fédéral américain ou un Länder allemand.

La note est valable quel que soit le champ d'activité ou la structure de l'émetteur noté : le triple A accordé à une région française correspond, en principe au même risque que celui attribué à l'émission d'une banque nipponne ou d'une entreprise de construction automobile en Allemagne.

Enfin, l'analyse devrait être cohérente dans le temps : une note AA+ accordée en 1985 aux Etats-Unis équivaut au même degré de risque que la note AA+ délivrée en France en 1992.

### *c) La mesure du risque attaché à une émission*

Un même émetteur peut obtenir des notes différentes pour des émissions de nature différente. Selon M. Beaudoin de Brie, président-directeur général d'Euronotation France, un écart de 1 à 2 points de base (1) peut ainsi apparaître pour les titres de créance émis par une même société en fonction notamment du montant de l'émission ou de sa durée.

La notation mesure le risque attaché à un engagement matérialisé par un titre de créance.

Par risque, il peut s'agir aussi bien d'une faillite que d'un défaut temporaire de solvabilité conduisant au report partiel ou complet du paiement du principal ou des intérêts de l'emprunt. De ce point de vue, la notation répond à un besoin de sécurité différent par nature de celui relatif à un prêt bancaire. En principe, le prêt bancaire est accordé après examen préalable du risque par le banquier lui-même. En cas de défaut de paiement, la banque a généralement intérêt à accorder un prêt supplémentaire pour ne pas faire apparaître une créance douteuse.

Comme le fait remarquer M. Philippe Raimbourg, professeur agrégé à l'université de Nancy, dans son ouvrage (2) :

*"Il est de l'intérêt de la banque que le placement soit réussi. Elle aura donc tendance à adopter une conception élargie de sa propre responsabilité et à prendre en charge tout éventuel incident de paiement".*

Sur un marché financier, le dialogue, qui peut s'instaurer entre la banque et l'emprunteur, permettant des engagements

1. Le point de base représente 0,01 % de taux d'intérêt.

2. Les agences de rating - Editions Economica - 1990.

communs sur un plan de refinancement, ne peut exister du fait de la multiplicité des acteurs. D'où l'importance du paiement à l'échéance des engagements obligataires.

Historiquement, c'est aux Etats-Unis, en 1909, que M. John Moody a publié l'ouvrage "*Analyses of Railroad Investments*", qui présentait une information synthétique, sous forme de rating, des investissements financiers, en actions et en obligations, dans les compagnies de chemin de fer et qui, à ce titre, peut être considéré comme le premier recueil de notations.

En effet, le recours direct aux marchés financiers a été historiquement important aux Etats-Unis, par rapport au système bancaire pour le financement de l'économie.

### **3. Le recours direct aux marchés financiers**

Or, la notation est un phénomène résultant de la confrontation d'une offre et d'une demande dont la pertinence est contrôlée par le marché lui-même.

#### *a) La rencontre entre une offre et une demande*

La notation est la réponse technique aux besoins des particuliers sur un marché "*désintermédié*". Sur un marché "*bancarisé*", la banque assure la transformation de l'épargne des particuliers en direction des emprunteurs.

Sur un marché financier ouvert, la notation contribue à faciliter l'allocation optimale des ressources d'épargne en répondant à la fois à une demande d'information des investisseurs et au souhait des émetteurs de se financer au moindre coût.

#### **• Un besoin des investisseurs**

Sur un marché financier, tel que le marché obligataire, les investisseurs doivent arbitrer entre les demandes de crédit émanant de très nombreux émetteurs.

La notation est donc utile pour l'investisseur qui n'a, ni le temps, en termes de coût marginal, ni les moyens, de procéder par lui-même à une analyse approfondie et complète des caractéristiques d'une dette ou des forces et des faiblesses d'un emprunteur. Le caractère synthétique de la note permet, *a priori*, de déterminer

aisément un taux de rendement minimum de l'emprunt en fonction du risque pris.

La notation répond donc à un besoin de sécurité des épargnants sur un marché financier ouvert en fournissant une information condensée sur la fiabilité des emprunteurs dont il est proposé d'acquérir les titres.

Dans ces conditions, il peut paraître paradoxal que le coût de l'opération de notation soit à la charge de l'émetteur lui-même.

#### • L'intérêt des émetteurs

M. Franck Claeys rappelle, dans son étude (1), que ce n'est qu'à partir de la fin des années 60 que les agences de notation ont commencé à réclamer des honoraires aux émetteurs. Auparavant, la notation pouvait être obtenue par tout émetteur qui proposait une émission substantielle et s'engageait à fournir à l'agence les éléments nécessaires à la réalisation de l'analyse financière.

Il reste que la mise en place de la facturation d'honoraires aux entreprises a joué un rôle important dans l'essor des agences de notation en leur permettant d'accroître leurs moyens financiers et d'améliorer leur image.

Du point de vue de l'émetteur, en effet, la notation fait partie des frais nécessaires pour se financer au moindre coût : l'émetteur choisit de recourir à la notation parce qu'il estime que la note décernée lui permettra d'obtenir les meilleures conditions d'emprunt possibles sur le marché.

La note, parce qu'elle est un indicateur pour les épargnants, permet, en principe, à l'émetteur d'obtenir les conditions optimales d'emprunt, en termes de taux d'intérêt et de liquidité, même si sa notoriété sur le marché financier est récente ou peu importante.

#### • Les conditions nécessaires

Deux conditions de transparence et d'indépendance doivent être remplies, au moins, pour rendre efficaces les agences de notation dans le cadre de ce schéma de concurrence pure et parfaite.

Tout d'abord, la fiabilité de la notation dépend de la transparence des relations entre l'émetteur noté et l'agence de notation. Les analystes de l'agence peuvent être les dépositaires

*1. Le système américain d'accès des collectivités locales à l'emprunt : évaluation du rôle des "agences de rating". Franck Claeys, janvier 1989 - Etude du laboratoire d'observation de l'économie et des institutions locales.*

d'informations confidentielles sur la stratégie d'une entreprise qui n'ont pas à être connues de ses concurrents. Ils prennent en compte ces informations stratégiques pour déterminer la note sans les diffuser au public. Cette transparence est plus aisée à établir dès lors que c'est l'entreprise elle-même qui, de plein gré, est entrée dans la démarche de notation.

Ensuite, l'agence de notation doit être indépendante de toutes pressions :

- pression de la part des émetteurs, d'une part : le capital des agences de notation peut comprendre des investisseurs institutionnels mais pas des entreprises notées ou susceptibles de l'être ;

- pression de la part des autorités de tutelle, d'autre part : c'est pourquoi, sur les marchés anglo-saxons, les agences se sont développées comme des organismes de droit privé, le cas échéant, en concurrence entre elles.

Enfin, la notation, présentée comme le résultat logique du libre fonctionnement d'un marché financier concurrentiel, présente l'avantage déontologique d'apporter une information transparente à l'ensemble du marché. Chaque investisseur dispose, à égalité, de toutes les notes accordées aux diverses émissions lancées sur le marché. La notation concourt donc à l'égalité d'informations entre tous les investisseurs.

#### *b) La fiabilité et la responsabilité de l'agence*

Toutes les agences adoptent des formules prudentes quant à la responsabilité qui leur incombe : Euronotation précise que *"bien qu'établies en conscience à partir d'informations provenant des meilleures sources et vérifiées, les notes ne sauraient engager sa responsabilité juridique ou financière"*. L'agence Standard & Poor's-ADEF rappelle que la note ne dispense pas un investisseur *"de procéder lui-même à une évaluation critique des créances qu'il envisage d'acquérir"*.

Les agences estiment que le marché assure lui-même la sanction des erreurs de notation. A cet égard, MM. Philippe Laurent, consultant, ou Philippe Raimbourg, professeur agrégé à l'université de Nancy, soulignent qu'il serait impossible à une agence d'effectuer de nombreuses erreurs sans entacher sa réputation et donc sans voir se réduire sa clientèle potentielle.

Au demeurant, les agences assurent le suivi de leur portefeuille de créances notées sur 20 ans et publient des tableaux faisant apparaître les taux de défaillance réellement observés au regard de la note délivrée. Ces statistiques démontrent deux éléments.

Tout d'abord, il existe bien une **corrélation** entre le niveau d'une note et un risque de défaillance.

Ensuite, dans l'ensemble, les émissions bien notées obtiennent des taux d'intérêt moins élevés que les émissions moins bien notées.

En somme, comme le dit M. Jacques Guerber, directeur au Crédit Local de France, *"la notation n'apporte pas de garantie absolue, mais elle n'est pas dépourvue de sens"*.

Une erreur importante de surestimation de la qualité d'un emprunteur peut entraîner la faillite de l'agence de notation qui perdrait toute crédibilité auprès des investisseurs et donc des émetteurs qui la financent.

De même, l'agence ne peut systématiquement estimer à la baisse la qualité de la signature des investisseurs pour se couvrir d'un risque éventuel : les émetteurs ne sauraient durablement recourir aux services d'une agence qui aurait la réputation de délivrer des notes plus mauvaises que la moyenne.

A la limite M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF, admet que si une agence commettait une faute lourde en s'abstenant d'effectuer toutes les diligences normales au cours de sa mission de notation, un investisseur pourrait demander la mise en jeu de sa responsabilité civile.

## **B. CE QUE N'EST PAS LA NOTATION**

Accumulant volontairement les anglicismes, votre rapporteur tient à souligner que le "rating" n'est ni un "audit", ni un "scoring", ni un "hit parade".

## 1. Le rating n'est pas un audit

Une collectivité locale peut faire appel à une société d'audit ou de consultants pour faire le point sur son mode de gestion : l'audit permet d'identifier les points forts et les points faibles de la collectivité locale en ce qui concerne les prévisions budgétaires, la gestion financière, les relations sociales ou encore l'organisation administrative.

L'audit débouche en principe sur des **propositions concrètes** pour améliorer l'efficacité de l'exécution de sa mission de service public par la collectivité locale ou diminuer les facteurs de gaspillage ou de dysfonctionnement interne.

Tel n'est pas l'objet du rapport de notation qui se borne à faire le point sur une situation existante examinée sous l'angle de la capacité de l'emprunteur à faire face à ses échéances. Le rapport de notation, contrairement à une expertise, n'a donc **pas vocation à communiquer à la collectivité locale les moyens d'améliorer sa gestion ou de la rendre moins coûteuse.**

En outre, l'analyse effectuée par une agence de notation prend en compte des éléments extérieurs à la collectivité locale, tels que l'environnement économique ou la richesse fiscale, qui conditionnent effectivement sa solvabilité financière mais que ne maîtrisent pas ses principaux responsables.

A la limite, comme le fait justement remarquer M. René Hughes, directeur général des collectivités locales, *"une gestion rigoureuse et efficace ne conduit pas nécessairement à une excellente notation"*.

Cela étant, votre rapporteur a constaté que la notation apportait à la collectivité locale la possibilité d'un regard extérieur sur ses propres mécanismes de fonctionnement.

En particulier, sur le plan de l'analyse financière, les ratios mis en oeuvre par l'agence de notation pour asseoir son jugement peuvent présenter un certain intérêt. Ainsi, les responsables administratifs du département de l'Essonne nous ont fait savoir qu'ils envisageaient de calculer et de suivre à l'avenir l'évolution de ces ratios mentionnés dans le rapport de notation.

Enfin, si la notation est menée rigoureusement par des analystes connaissant bien les règles de comptabilité et de gestion des collectivités locales françaises, le dialogue qui s'instaure au cours de la procédure joue **un rôle d'expertise** qui, s'il n'est pas déterminant,

ne peut que contribuer à acclimater et à valoriser la notation auprès des collectivités publiques.

## 2. Le rating n'est pas un scoring

Malgré une confusion parfois possible, "notation" n'est pas synonyme de "cotation" ou, pour reprendre les anglicismes en usage dans le monde financier, le rating n'est pas un "scoring".

En matière de risque, le "scoring" est la méthode employée par les établissements bancaires pour apprécier le risque relatif à leurs clients.

Les établissements financiers spécialisés dans les crédits aux particuliers disposent ainsi de méthodes de scoring qui permettent de déterminer si un crédit peut être ou non accordé à partir d'un dossier faisant apparaître de multiples informations sur la profession, l'âge, la situation familiale, le nombre de personnes à charge ou le salaire du candidat au crédit.

S'agissant des entreprises, les banques disposent de nombreuses informations par l'intermédiaire des fichiers de la Banque de France, tel que celui sur les impayés.

M. Jacques Guerber, directeur au Crédit Local de France, a rappelé que cet établissement disposait d'un scoring de qualité qui lui permettait d'assurer le suivi financier de la plupart des collectivités locales françaises.

Parce qu'ils sont établis à partir de batteries d'indicateurs simplifiées, les "scorings" n'ont qu'un lointain rapport avec la procédure de la notation. Comme le fait remarquer à cet égard M. Philippe Raimbourg, professeur agrégé à l'université de Nancy, *"la notation est au scoring ce que la haute couture est au prêt à porter"*.

Tout d'abord, le scoring est une "technique de masse". Il vise à effectuer un traitement sur un nombre de données importantes, moins pour comparer les collectivités locales les unes par rapport aux autres, que pour détecter les risques de défauts de paiement éventuels à partir d'un tri *"rapide et industriel"* pour reprendre les termes de M. Jacques Guerber.

Ensuite, le scoring ne met en jeu qu'un faible nombre de critères. Il s'agit d'un éventail limité d'indicateurs simples soit, pour les collectivités locales, l'épargne nette, le potentiel fiscal, la part relative des dépenses de fonctionnement, le niveau d'endettement ou



le montant des garanties d'emprunts. En outre, la pondération entre ces critères est toujours la même.

Le scoring ne porte donc que sur l'un des trois volets de la notation : il ne s'intéresse qu'à l'analyse financière de la collectivité pour laisser de côté l'examen à long terme des potentialités économiques de la collectivité et celui de sa capacité stratégique.

Encore ne s'agit-il que d'une analyse financière strictement quantitative et non pas qualitative, comme celle effectuée par les agences de notation qui apprécient la "flexibilité" financière de la collectivité locale, c'est-à-dire son aptitude à évoluer positivement dans un environnement financier moins favorable.

Enfin, notation et cotation divergent par leurs objectifs : comme l'explique M. Jacques Guerber, le scoring agit comme un "clignotant" des cas de défaillance potentielle. Il n'est que le préalable à la sélection des créanciers qui devront faire l'objet d'une analyse plus poussée de leur solvabilité. Ces derniers donnent lieu à une analyse personnalisée de leur situation. Celle-ci permet de contrôler, notamment, si toutes les garanties d'emprunts octroyées sont susceptibles d'être mises en jeu.

Comme l'a expliqué M. Jacques Guerber, il ne serait pas réaliste d'imaginer de rendre publics les résultats ou les méthodes de cotation qui peuvent être utilisées par une institution financière telle que le Crédit Local de France.

Tout d'abord, le caractère public du niveau des cotations ouvrirait la voie à des demandes reconventionnelles de la part des collectivités qui estimeraient dans certains cas ne pas être jugées à leur juste valeur. Ces revendications iraient à l'encontre de l'objectif de fiabilité et de sécurité recherché par l'institution financière, seule responsable, en dernier ressort, des prêts qu'elle consent.

Par ailleurs, la cotation constitue en quelque sorte l'assurance que l'organisme bancaire se donne pour exercer son activité : un scoring de qualité permet à une banque d'abaisser ses risques d'impayés et donc de réduire d'autant ses provisions pour risque. C'est pourquoi les méthodes de "scoring" constituent un élément de concurrence entre établissements à caractère bancaire et ne sont pas susceptibles d'être rendues publiques.

### 3. Le rating n'est pas un "hit parade"

Le "rating" est toujours réalisé à la demande de la collectivité locale. A ce titre, la notation ne doit pas être assimilée au classement des collectivités locales parfois présenté dans certaines revues.

Le journal "Les Echos" a ainsi publié, dans son numéro du 4 juillet 1991, un classement des 100 villes "*les plus endettées*" qui a connu un certain retentissement.

Il est précisé que l'enquête a été obtenue à partir des données financières fournies, à la demande du journal, "*par les mairies sous leur responsabilité*". Toutefois, le principe de consolidation a été appliqué aux ressources fiscales et aux garanties d'emprunt de la commune, en retirant "*sa part de la dette du groupement de communes à fiscalité propre lorsqu'elle existe.*"

Ce type d'article, s'il répond à une demande du public, diffère véritablement de l'esprit de la notation pour deux raisons :

- le classement est établi à partir d'un seul critère, ce qui peut paraître relativement réducteur par rapport à l'ensemble des facteurs dont il est tenu compte dans le cadre d'une cotation bancaire, ou *a fortiori* dans l'analyse très poussée des analystes qui opèrent une notation.

Par ailleurs, ce type de classement n'est pas effectué à la demande de la collectivité. La démarche diffère donc radicalement du mécanisme de la notation, laquelle n'est réalisée que sur demande de la collectivité locale.

Toutes les agences de notation insistent sur le fait que l'accord de l'entreprise ou de la collectivité locale est indispensable à la qualité de la notation. Cet accord constitue en quelque sorte la garantie que l'émetteur s'est bien conformé aux obligations de communication d'informations et aux conditions de révision éventuelle de la notation.

Une ambiguïté pèse néanmoins sur l'agence Moody's : cette dernière a institué un *Corporate Credit Report (C.C.R.)*, service afin de synthétiser l'information auprès des investisseurs institutionnels. Il est prévu dans ce cadre que les "*analystes exposent, dans les limites de la confidentialité, leurs opinions sur les tendances des secteurs d'activité et les émetteurs auxquels sont attribués une notation*". Par ailleurs, la brochure de Moody's précise également que les informations complémentaires peuvent être trouvées dans "*les*

*études détaillées publiées sur certains émetteurs, sur certains secteurs d'activité et sur certains pays".*

Une incertitude subsiste : il a été rapporté par ailleurs dans la presse que l'agence Moody's aurait noté sans accord préalable la société Schneider le 14 janvier 1992 (1).

Divers interlocuteurs ont insisté sur les dangers que fait courir la publication des "hit parades" des collectivités locales sur un marché encore "jeune", à la recherche d'un point d'équilibre.

En l'état actuel du marché, ce type de classement, parfois fondé sur des critères réducteurs, peut avoir pour effet de déstabiliser les collectivités locales situées en fin de classement qui peuvent, dans certains cas, éprouver des difficultés à obtenir la signature d'un emprunt bancaire sur le marché.

Cette situation semble être attribuée au caractère relativement récent du libre accès des collectivités locales à des emprunts bancaires dans un contexte concurrentiel que le marché encore instable, à la recherche d'un équilibre, génère des **phénomènes de surréaction**, soit dans le sens d'un excès de l'offre sur la demande, ce qui semble avoir été le cas entre 1984 et 1989, soit, en sens inverse, au détriment des collectivités locales, situation aggravée, au demeurant, par le "syndrome d'Angoulême".

La Direction générale des collectivités locales a précisé qu'un Observatoire des Finances Locales était en cours d'installation au ministère de l'Intérieur, afin notamment de poser les bases d'une sorte de procédure d'alerte interne.

Cet organisme aurait également pour mission de collecter diverses informations économiques et financières sur les collectivités locales pour devenir, *mutatis mutandis*, "I.N.S.E.E. des collectivités territoriales".

Sept ratios seraient collectés et traités :

- endettement rapporté à la marge brute d'autofinancement,
- pression fiscale,
- potentiel fiscal,
- dépenses de fonctionnement examinées en fonction de leur nature, à partir de trois ratios différents.

Les informations propres à chaque collectivité demeuraient confidentielles et donneraient lieu, le cas échéant, à

l'information particulière des élus concernés, par les préfets en cas de convergence négative des indicateurs.

## II - LE PAYSAGE DE LA NOTATION EN FRANCE

### A. LE CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE

Technique utilisée sur les marchés, la notation ne fait, à proprement parler, l'objet d'une définition légale ou réglementaire.

Sur le plan législatif, il est fait référence à l'obligation pour certains émetteurs de se faire noter dans le cadre de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM (1) et portant création des fonds communs de créance qui donne un cadre à la technique financière de la titrisation.

L'article 35 de la loi du 23 décembre 1988 précité dispose ainsi que l'agrément des fonds communs de placement est subordonné à la production d'un document évaluant les créances que se propose d'acquérir le fonds *"et évaluant les risques que présentent ces dernières"*.

Ce document doit être établi par un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'économie après avis de la Commission des Opérations de Bourse.

Par ailleurs, on constatera que l'article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, qui définit les titres de créances négociables, habilite largement la Commission des Opérations de Bourse à imposer certaines obligations aux émetteurs de ces titres.

Le IV de l'article 19 susvisé dispose en effet qu'un décret prévoit les *"formalités que doivent accomplir les émetteurs préalablement à leur première émission de titres de créances négociables"*.

Ces formalités préalables sont déterminées par le décret n° 92-137 du 13 janvier 1992 relatif aux titres de créances négociables.

L'article 3 dudit décret prévoit que les émetteurs de bons à moyen terme négociables doivent avoir, préalablement à

l'émission, rendu publique une notation de leur émission par une agence agréée.

En ce qui concerne les autres titres de créances négociables, la notation n'est pas une obligation ; mais la publication d'une note est un élément d'allègement des autres formalités, tel que le visa de la Commission des Opérations de Bourse ou encore l'inclusion de certains documents dans le dossier de présentation financière.

De fait, la reconnaissance de la notation est intervenue progressivement au niveau infra-décrétal à mesure que s'accroissait la désintermédiation financière en France.

Ainsi, divers règlements du Comité de la Réglementation Bancaire, pris en application de la loi du 14 décembre 1985 qui ont ouvert la possibilité d'émettre des titres de créances négociables, évoquant la notation par une "agence spécialisée", sans exclure qu'il puisse y en avoir plusieurs.

Dans les recommandations sur la notation <sup>(1)</sup> parues en novembre 1986, la Commission des Opérations de Bourse a pris acte de l'existence de la notation en précisant que *"les notes d'information relatives aux émissions obligataires d'un montant inférieur à un milliard de francs, autres que celles réalisées ou garanties par l'Etat, devront comporter la note obtenue ainsi que mentionner l'agence de notation ou, à défaut, comporter la mention "pas de notation demandée"*.

La Commission des Opérations de Bourse a précisé, par ailleurs, que les agences... *"doivent présenter toutes les garanties d'indépendance et offrir leurs garanties de compétence. Leurs appréciations doivent reposer sur un examen complet, conforme aux pratiques professionnelles reconnues, de l'ensemble des informations nécessaires pour classer chaque émission"*.

Par ailleurs, la Commission des Opérations de Bourse a imposé une obligation de notation pour les *"primoémetteurs" obligataires*. En vertu d'un règlement de novembre 1990, tout nouvel émetteur doit obligatoirement se faire noter si ces titres doivent être admis à une bourse de valeurs.

## B. LES AGENCES DE NOTATION EN FRANCE

### 1. Les trois agences françaises

Aux termes de l'arrêté du 23 août 1991 modifiant la liste des organismes habilités à évaluer les parts de fonds communs de créances, prévue à l'article 35 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988, les organismes habilités à la notation sont : Euronotation France, Moody's France, Standard & Poor's-ADEF.

#### *a) Moody's France*

L'agence américaine Moody's s'est implantée en France en février 1988. Le choix de la France se justifiait en raison du mouvement de déréglementation des marchés financiers français ainsi que du développement de la titrisation. Selon son directeur, Moody's note 80 % des émissions titrisées.

Moody's a rendu publiques les notes de 3 collectivités locales en France : le département des Alpes-Maritimes et de l'Essonne, la région Provence-Alpes-Côte d'Azur. Selon son directeur, Moody's France a noté d'autres collectivités locales, mais ces notes n'ont pas été rendues publiques. Enfin, Moody's a noté deux opérations de titrisation portant sur des collectivités locales, dont le fonds commun de créance "*Régions de France*", pour lequel la Caisse des dépôts et consignations était le chef de file.

L'actionnaire majoritaire de Moody's France est la société *Duns & Bradstreet*, éditeur spécialisé en matière d'annuaires et de fichiers financiers.

#### *b) Standard & Poor's - ADEF*

L'agence Standard & Poors résulte de l'acquisition en janvier 1990 de 50 % du capital de l'agence d'évaluation financière (ADEF) par l'agence Standard & Poor's, deuxième agence de notation américaine et principal concurrent de Moody's.

L'ADEF avait été créée en 1986 avec des actionnaires français.

Le capital de Standard & Poor's se répartit comme suit :

- AGF (5 %)
- Caisse Nationale de Prévoyance des ouvriers du BTP (5 %)
- CARDIF Société Vie (2,5 %)
- Crédit National (5 %)
- AXA (5 %)
- Foncier Participation (5 %)
- Garantie Mutuelle des Fonctionnaires (5 %)
- SOFARIS (2,5 %)
- Société Centrale Union des Assurances de Paris (5 %)
- Groupe Mutuelles du Mans (2,5 %)
- GAN Vie (2,5 %)
- Groupe Expansion (5 %)
  
- Standard & Poor's USA (50 %)

Le directoire et le conseil de surveillance de la nouvelle société ont été constitués à parité entre les deux agences.

### *c) Euronotation*

Elle a été créée en septembre 1990 à l'initiative de divers membres de l'ancienne équipe de l'ADEF et comprend dans son capital diverses organisations professionnelles de la place financière de Paris.

Euronotation France se présente comme *"la seule agence de notation française indépendante"*.

Euronotation est une société anonyme d'un capital de 10 millions de francs détenu à 45 % par la SOFIVAL, -société d'investissement dont M. Beaudoin de Brie est l'actionnaire principal- et à 45 % par l'Association Française des Banques, l'Association Française des Sociétés Financières (ASF) et l'Office de Coordination Bancaire et Financier (OCBF Services).

## **2. Une évolution pragmatique**

Le paysage français de la notation semble plus déterminé par les circonstances que régi par une logique cohérente.

De 1986 à 1988, l'Agence d'Evaluation Financière ADEF, portée sur les fonds baptismaux avec la bienveillance des pouvoirs publics, était en situation de monopole sur les marchés financiers français. L'objectif initial de l'ADEF était de réaliser des notations sur le marché domestique des billets de trésorerie, encore que l'agence ait également noté des émissions d'obligations et des programmes d'émissions de certificats de dépôts.

En 1988, l'insertion de Moody's France a mis fin à la situation monopolistique de l'ADEF. Moody's a fait le choix d'implanter directement une filiale en recourant donc à ses équipes d'analystes internationaux déjà expérimentés.

Une étape importante a été franchie avec l'association entre Standard & Poor's et l'ADEF en 1990. Le rapprochement entre l'ADEF et Standard's a été présentée à votre rapporteur comme la rencontre normale des besoins respectifs des deux partenaires.

A la fin des années 80, l'ADEF souhaitait logiquement internationaliser son activité tout en étant confrontée à une certaine insuffisance de moyens et à l'handicap que représente le faible stock d'émissions notées.

Au même moment, Standard & Poor's envisageait de développer son activité en France, non pas à partir de ses équipes d'analyses déjà implantées à New-York ou à Londres mais en recourant à des équipes d'analystes nationaux chargés de la responsabilité *"primaire"* de la notation dans ce pays.

C'est pourquoi, en mars 1990, Standard & Poor's a pris une participation à 50 % du capital de l'ADEF.

Interrogé sur le degré d'indépendance de son équipe, M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF a souligné que le principe était que l'agence *"avait une autonomie opérationnelle très forte sur le marché français"*.

Enfin, avec la création d'Euronotation France à la fin de 1990, la France s'est trouvée à nouveau dotée d'une agence de notation d'origine nationale dont la vocation européenne est soulignée par ses responsables.



Ainsi, un communiqué de presse en date du 25 mars 1992 (1) a fait savoir qu'un rapprochement pourrait être opéré entre Euronotation et l'agence de notation britannique IBCA par l'intermédiaire du holding *Centenaire Blanzly* en vue de créer une future agence de notation à vocation européenne.

### C. L'INFLUENCE DES AGENCES ANGLLO-SAXONNES

Le paysage de la notation en France est marqué par la présence des filiales des deux plus grandes agences de notation d'Outre-Atlantique. La situation est similaire dans d'autres pays européens. La prépondérance apparente des agences anglo-saxonnes tient, en l'espèce, à la nature même de l'activité de notation.

En effet, plongées dans une activité de service, les agences de notation déjà implantées depuis longtemps capitalisent un bien immatériel par excellence : la réputation.

Ainsi, M. Philippe Raimbourg, professeur agrégé à l'université de Nancy II, a analysé dans son ouvrage (2) les difficultés d'une "jeune" société de notation : *"C'est par ses réalisations antérieures que l'agence gagne la confiance des investisseurs. Ce processus d'acquisition constitue une véritable "barrière à l'entrée" que doit franchir tout nouvel arrivant et qui protège les intérêts en place."*

L'agence de notation qui propose, en quelque sorte, la qualité de sa signature, est "écoutée" par les investisseurs seulement si ces derniers ne disposent pas de leurs propres services d'information sur les risques des émetteurs et si l'agence de notation a une notoriété reconnue.

En conséquence, les émetteurs acceptent d'engager les frais d'une notation si le marché financier est suffisamment important, si la notoriété de l'émetteur ne rend pas la notation superflue, si la réputation de l'agence est bonne, et si le coût de la notation n'apparaît pas excessif au regard du gain attendu en termes de diminution du taux d'intérêt.

De fait, le seul moyen pour une agence d'acquérir une crédibilité sera de fournir une appréciation exacte du risque de

1. Le journal "Les Echos" - 26 mars 1992.

2. Les agences de rating - Philippe Raimbourg - Editions Economica - 1990.

l'émetteur en mettant en oeuvre tous les moyens d'analyse nécessaires à cette fin.

Même dans ce cas, une nouvelle agence connaît obligatoirement **une période de démarrage relativement longue** conditionnée par le délai dans lequel les émetteurs constatent si les émissions notées sont bien des placements réussis, c'est-à-dire si, grâce à la notation, l'émission a bien été placée au taux d'intérêt le plus bas possible.

Il est clair que les agences anglo-saxonnes qui bénéficient d'une expérience longue de la notation bénéficient d'un avantage structurel sur les agences nouvellement implantées en Europe.

A terme, cette prépondérance appelle trois observations qui portent à la fois sur l'importance d'équipes d'analystes nationales, sur les inconvénients de l'existence d'une double échelle de notation et sur le développement de la notation à l'échelon européen.

## **1. L'existence d'équipes nationales**

L'existence d'une équipe nationale apparaît comme un élément important de crédibilité de la qualité de la notation. Il est plus aisé à une personne avertie des mécanismes de gestion d'une collectivité locale française de porter un jugement de qualité et d'appréhender le contexte général des finances publiques locales dans le cadre de la décentralisation

La lecture de la loi du 2 mars 1982 ne permet pas de saisir, au premier abord, toutes les subtilités de la notion d'*"inscription d'une dépense obligatoire"*. Certes, la crise d'Angoulême a contribué à mieux faire apparaître les risques de défaut de paiement qui peuvent survenir au niveau local. Il reste que tout changement de législation ou correctif apporté à la législation actuelle demandera une nouvelle interprétation des textes, que des juristes et des praticiens français pourront assurément décoder plus aisément qu'un observateur étranger.

Par ailleurs, une bonne connaissance des règles de la comptabilité publique locale est indispensable pour lire et interpréter les budgets locaux.

Faisant appel à des équipes d'analystes anglo-saxons, l'agence Moody's a réalisé une plaquette sur les collectivités locales en France, reprenant diverses notions qui paraissent élémentaires à un élu local français, mais qui révèlent, en même temps, la spécificité de

notre système et le risque d'incompréhension qui en résulte pour un investisseur non informé.

Comme le précise M. Pierre Poplu, fondateur et ancien président du directoire de l'ADEF, *"la compréhension approfondie des émetteurs et de leur environnement, impliquée par la procédure de la notation, exige une connaissance intime, vivante, devenue presque intuitive du milieu"*(1)

Euronotation revendique une certaine *"compétence de proximité"* assurée par la communauté de culture économique et juridique existant entre l'agence et les émetteurs du marché concerné. Cette culture de proximité apparaît d'autant plus comme un gage de qualité s'agissant de la notation de collectivités locales dont les mécanismes de fonctionnement sont bien spécifiques.

## 2. Le réseau européen

La seconde question qui se pose vis-à-vis de la prédominance des agences anglo-saxonnes est de savoir si une alternative peut être trouvée dans le développement d'une agence de notation de taille européenne. Tel est le projet de l'agence Euronotation qui souhaite promouvoir une *"fédération d'agences européennes"*.

De même, l'agence Standard & Poor's-ADEF déclare vouloir *"intégrer la dimension européenne"* reconnue comme *"pertinente"*. A cet effet un comité spécial réunit les dirigeants européens des différentes agences rattachées au groupe Standard & Poor's.

Deux problèmes doivent pouvoir être distingués :

- Celui de l'existence d'un marché de capitaux au niveau européen : dès lors que chaque émetteur français serait mis en situation d'émettre à court terme ou à long terme, non plus sur le seul marché national, mais auprès de tous les investisseurs européens, l'activité d'une agence de notation trouverait naturellement sa dimension européenne.

- Le second problème est celui de la catégorie de collectivités notées : s'il apparaît logique d'établir des convergences d'approche dans l'analyse des grandes entreprises, secteur par secteur, au niveau international, cette similarité est moins évidente en ce qui concerne les collectivités publiques, qui ne réalisent pas de

profit et dont les ressources sont conditionnées par les législations fiscales nationales ou par les modalités de transferts des dotations d'Etat.

Même dans la perspective d'une unification des marchés de capitaux au niveau européen, il sera vraisemblablement toujours utile de disposer d'experts au niveau national qu'il s'agisse d'examiner la fiabilité d'un lãnder allemand, d'une région française ou d'une communauté autonome espagnole.

Il n'a pas été effectué de fusion de l'échelle de notation de l'ancienne ADEF et de la nouvelle échelle de notation Standard & Poor's mise en vigueur.

### 3. Les risques de la double échelle

L'agence Standard & Poor's présente une particularité. La fusion des deux échelles Standard & Poor's et ADEF n'a pas pu être effectuée directement en mars 1990 lors de la prise de participation de Standard & Poor's au sein de l'ADEF.

Il existe donc une double échelle sans que puisse être établie de correspondance mécanique d'une échelle à l'autre.

Pour M. Beaudoin de Brie, Président directeur général d'Euronotation France, la pratique de la double échelle au sein d'une même agence conduisant à noter certaines émissions d'un marché sur une grille sans référence internationale, laisse à penser que les émetteurs et les investisseurs intervenant sur ce marché, Paris en l'occurrence, sont seulement nationaux et n'ont donc pas besoin d'avoir accès aux moyens d'information et de diffusion des autres places.

Pour M. Beaudoin de Brie, *"cette attitude, qui n'a cours sur aucune autre place au monde, est pour le moins désobligeante à l'égard de ceux qui font la promotion de la vocation internationale à part entière du marché de Paris"*(1).

M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's - ADEF, constate, pour sa part, que le choix de l'échelle de notation relève de l'émetteur et que la disparition brutale de la double échelle risque de freiner *"la pénétration de la notation auprès d'émetteurs aux besoins dans l'immédiat domestiques"* et de *"remettre en cause les liens contractuels établis entre l'ADEF et ces émetteurs"*.

La Direction du Trésor souhaiterait également la fusion des échelles de Standard & Poor's - ADEF. Il semble qu'une telle fusion serait un élément de moralisation et de simplification de la perception de la notation tant par les émetteurs que les investisseurs.

### **Recommandations de la Commission**

1. Votre Commission souhaite que la notation des collectivités territoriales qui présente des garanties de sérieux et de qualité incontestables, ne puisse être effectuée qu'à la demande des collectivités territoriales concernées elles-mêmes.

2. A propos de l'Observatoire des Finances Locales mis en place par le ministère de l'Intérieur, elle souhaite qu'une large publicité soit donnée aux ratios fondamentaux agrégés par catégorie de collectivités locales qui seront dégagés par cet organisme.

3. En revanche, s'agissant de la publication des ratios individuels de chaque collectivité locale recueillis par l'Observatoire des Finances Locales, elle propose que, dans une première phase, ces données ne puissent être diffusées dans le cadre d'une banque de données générales accessible au grand public, qu'à la condition que la collectivité territoriale concernée en ait fait la demande elle-même.

## CHAPITRE II

### LA NOTATION APPLIQUEE AUX COLLECTIVITES TERRITORIALES EN FRANCE

#### I- DE PLUS EN PLUS DE COLLECTIVITES SE FONT NOTER EN FRANCE

##### A. LE CAS PARTICULIER DES ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, les collectivités locales se sont historiquement adressées au marché financier pour financer leurs investissements, contrairement aux pays européens qui ont mis en place des circuits financiers particuliers pour le financement des collectivités locales.

Le développement des émissions des collectivités locales est conditionné par un régime fiscal attrayant aux Etats-Unis : les émissions obligataires sont dispensées du paiement d'impôts d'Etat en vertu d'une application stricte de l'indépendance des pouvoirs posée par la Constitution.

En effet, la doctrine de l'immunité fiscale ("*inter-governmental tax immunity*") veut que le gouvernement fédéral n'impose pas les bénéfices issus des intérêts portés par les obligations des collectivités locales et des Etats et réciproquement.

Il est donc beaucoup moins cher pour une collectivité locale américaine ou pour l'un de ses satellites (syndicat d'adduction d'eau, etc...) de se financer directement sur le marché que de recourir au système bancaire.

Les communes et les Etats américains sont intervenus directement sur le marché financier dès 1867 pour assurer le financement, avec les compagnies de lignes de chemin de fer, de la

construction des voies ferrées desservant leur territoire. Les émissions obligataires des collectivités locales "*les municipal bonds*" représentent aujourd'hui environ le quart du marché obligataire américain.

## **B. LE DEVELOPPEMENT DE LA NOTATION EN EUROPE**

### **1. Un développement en France et à l'échelle européenne**

Le phénomène du rating demeure aujourd'hui limité à une vingtaine de grandes collectivités en Europe.

Il s'agit essentiellement de collectivités locales d'Europe du Nord (Danemark, Finlande, Suède), et notamment des capitales Copenhague, Oslo, Amsterdam, ainsi que de certaines collectivités locales espagnoles parmi lesquelles les Communautés Autonomes de Madrid et de Murcia.

Concernant la France, cinq collectivités locales ont rendu publique leur notation à ce jour.

Par communiqués en date d'octobre 1990, le **département des Alpes Maritimes** s'est vu attribuer la note **AA +** pour ses émissions à long terme par l'agence **S&P-ADEF** et la note **Aaa** par **Moody's**.

Par communiqués, également en date d'octobre 1990, la **Région Provence Alpes-Côte d'Azur** a obtenu également la note préliminaire **AA +** de **S&P-ADEF** pour les émissions prévues à long terme, ainsi que la note **Aaa** de **Moody's**. Cette note préliminaire a été confirmée le 20 janvier 1992 pour l'émission de 75 millions de francs suisses de la Région.

Le **département de l'Essonne** a été noté **triple A** par chacune des trois agences de notation, **Moody's**, **Standard & Poor's** et **Euronotation** par communiqués en date septembre 1991.

Le **département du Haut-Rhin** s'est vu attribuer la note **AA +** par l'agence américaine **Standard & Poor's-ADEF** en avril 1992. A ce jour, le département du Haut-Rhin n'avait pas émis d'emprunt.



En février 1992, le **département de la Meuse** a obtenu la note **A +**. Cette note a pu être jugée comme relativement faible au regard du niveau des notes décernées jusqu'ici.

Le département de la Meuse a renoncé, en définitive, à l'émission d'un emprunt.

D'après les informations communiquées à votre Rapporteur, environ 10 notations seraient en cours qui n'ont pas encore été rendues publiques.

Sur les cinq collectivités actuellement notées, **seules deux d'entre elles** ont réellement poursuivi la logique du processus de notation à son terme en procédant à une émission sur le marché obligataire :

- la **région Provence Alpes-Côtes d'Azur** a émis un emprunt privé de 75 millions de francs suisses ;

- le **département de l'Essonne** a annoncé le 29 mai 1992 deux souscriptions d'un emprunt obligataire privé de 4,8 milliards de yens, soit 200 millions de francs sur le marché japonais.

## **2. Les conséquences d'une généralisation de la notation**

Le développement de la notation doit être replacé dans le contexte de l'évolution du financement des collectivités locales en France.

Alors qu'avant 1982, le besoin de financement externe des investisseurs locaux était pris en charge par le groupe Caisse des dépôts - CAECL - Caisse d'épargne sous forme de prêts bonifiés à long terme et à taux fixe, assis sur des ressources à caractère privilégié, la décentralisation et la banalisation des circuits de financement ont bouleversé les données du financement local.

La loi du 2 mars 1982 a supprimé la référence à un taux plafond au-delà duquel les collectivités locales ne pouvaient pas emprunter. Les collectivités locales ont été mises en mesure de faire jouer librement une concurrence accrue entre prêteurs alors même que la modernisation entraînait le décloisonnement des marchés et la disparition des circuits de financement privilégiés.

Il reste que pour l'heure, la notation semble surtout avoir concerné des grandes collectivités susceptibles d'obtenir des notes convenables.

M. Gérard Combes, directeur régional de la Caisse des dépôts et consignations en Ile-de-France, estime que si la notation avait pu être perçue au départ comme un facteur d'aggravation des risques d'inégalité entre collectivités locales, elle semble aujourd'hui plutôt de nature à faire connaître, à la communauté financière et à l'opinion publique, que la fiabilité financière de ces collectivités est meilleure que celle suggérée par les médias.

Ceci soulève deux interrogations pour l'avenir :

Tout d'abord, les notes actuellement délivrées correspondent encore à une phase d'introduction de la notation en France. A terme si la notation se généralise, il se pourrait que les notes baissent en raison, d'une part, du raffinement des outils d'analyse et, d'autre part, du recours à la notation par des collectivités éventuellement moins favorisées par leur environnement que les premières collectivités locales notées.

Ensuite, dans l'hypothèse d'une généralisation de la notation, les collectivités locales sont en droit de se demander si un incident intervenu sur une collectivité locale en particulier, ne risque pas d'avoir des répercussions sur la notation maximale de toutes les collectivités locales françaises en général.

## **II- DE NECESSAIRES ADAPTATIONS METHODOLOGIQUES**

### **A. UNE METHODOLOGIE TRANSPOSEE DU SECTEUR PRIVE**

#### **1. Une méthode sérieuse**

Les agences de notation fonctionnent avec des effectifs réduits : quinze personnes à Paris pour l'agence Standard & Poor's-ADEF ; dix personnes dont cinq analystes pour l'agence Euronotation.

Les analystes sont recrutés à partir d'une formation générale. Ils sont sélectionnés pour leur sens de l'adaptation. Le taux de rotation du personnel est faible.

Le déroulement de la notation s'effectue selon une **procédure collégiale** :

- Dans une **première phase**, les analystes sont chargés d'établir le travail préparatoire sur la notation de la collectivité territoriale.

Cette phase se traduit essentiellement par le récolement des divers documents demandés par l'agence de notation. Ces documents sont récapitulés dans l'annexe I à partir de l'exemple fourni par l'agence Euronotation.

Ces documents sont nombreux : à titre anecdotique, on signalera que l'ensemble des documents demandés au département de l'Essonne atteignait environ 1 mètre 20 de longueur. Cela étant, ces documents existent déjà et donnent lieu à un travail particulier de la part de la collectivité locale.

L'analyse donne ensuite lieu à divers entretiens entre les experts de l'agence de notation et les responsables administratifs de la collectivité. Cette première phase dure cinq à dix semaines.

- Dans une **deuxième phase**, les analystes présentent leur rapport de notation et de note devant un Comité de Notation dont la composition est propre à chaque agence. En principe, pour des raisons déontologiques, un comité ne comprend pas d'experts extérieurs.

Les réflexions qui suivent sur le fonctionnement du Comité de notation sont issues des réflexions de M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF mais s'appliquent d'une manière générale à toutes les agences.

Le Comité de notation se réunit environ tous les deux mois. Il se prononce sur 5 à 11 dossiers de notation selon le cas. Il comprend 7 à 9 membres, plus, le cas échéant, des membres à voix uniquement consultative.

Le Comité fonctionne par consensus. L'objectif est de parvenir au vote unanime des membres sur la note à délivrer. Le Comité est informé 48 heures environ avant la réunion du rapport des notateurs sur la collectivité à noter.

La réunion ne donne pas lieu à un rapport interne afin de ne pas alourdir la procédure par un formalisme inutile et de

permettre aux analystes d'intervenir avec la "spontanéité nécessaire".

## **2. Les critères de jugement des agences de notation**

Les critères de jugement des agences de notation peuvent être regroupés autour de trois thèmes ayant trait à la fois à son environnement économique, sa structure de direction et sa situation financière.

Il n'y a pas de véritable pondération entre les différents éléments retenus pour évaluer la note, qui constituent chacun les maillons d'une chaîne, qui conditionne en définitive la plus ou moins grande capacité de la collectivité territoriale à faire face à ses échéances. La note reflète toujours une analyse qualitative.

### *a) L'analyse des moyens*

L'analyse des moyens recouvre en fait l'étude du potentiel économique de la collectivité locale. Elle correspond à l'étude sectorielle du marché sur lequel évolue une entreprise.

L'agence Moody's France s'attache à la compréhension du cadre institutionnel des collectivités locales françaises ainsi qu'à la structure économique locale. A cet égard, elle apprécie le potentiel économique d'une collectivité locale et sa vulnérabilité aux cycles économiques. Plusieurs éléments sont pris en compte, fréquemment disponibles dans les informations statistiques nationales.

L'agence Standard & Poor's-ADEF procède également à l'analyse de ce qui est appelé "*l'infrastructure économique*" et les perspectives de croissance. L'objectif est de synthétiser les différentes informations relatives à la structure et à la croissance de l'économie locale : répartition sectorielle des actifs ; évolution des ventes au détail ; rythme de la construction ; évolution des taux de chômage ; taux de faillite ; principales sociétés implantées ; données démographiques, etc.

De même, l'agence Euronotation s'intéresse-t-elle aux principales données démographiques de la collectivité locale. Elle analyse l'évolution comparative de l'emploi, le développement du secteur tertiaire, le rang de la collectivité pour le produit intérieur brut et la liste des établissements de plus de cent salariés.

Elle contrôle également des critères plus qualitatifs tels que le développement de la recherche, la présence d'Université ou de grandes écoles, l'homogénéité de la répartition des pôles de développement et la densité du réseau de transport.

Enfin, d'une manière générale, l'analyse des moyens recouvre également le cadre juridique dans lequel évolue la collectivité locale française. L'analyse peut alors être relativement similaire pour chaque catégorie de collectivités locales. Il s'agit d'examiner tout d'abord les compétences exercées par la collectivité territoriale, et éventuellement les objectifs poursuivis ou choisis par la collectivité elle-même en matière de compétences. L'étude porte ensuite sur les institutions elles-mêmes et leur structure ainsi que sur les moyens de contrôle en particulier sur la préparation et l'exécution du budget.

#### *b) L'analyse stratégique*

S'agissant d'une entreprise, après avoir examiné l'évolution de son secteur d'activité, les agences de notation contrôlent la position de l'émetteur au sein de ce marché : ceci suppose donc une analyse, qualitative et comparative, du degré d'efficacité et de clairvoyance de l'entreprise dans son aptitude à combiner et mettre en oeuvre les moyens de production.

Pour ce qui concerne une collectivité locale, la transposition n'apparaît pas toujours aisée à réaliser.

Ainsi Moody's évalue la "*stratégie de développement de la collectivité locale*" à partir de la composition de l'exécutif local et de son mode de gestion.

L'agence Euronotation examine, en ce domaine, les hommes et leurs équipes, l'organisation des services, les procédures et techniques de gestion et enfin le "*système d'information*".

En ce qui concerne Euronotation, l'accent est mis sur la cohérence de l'équipe de direction. Il s'agit, à partir de l'examen du curriculum vitae des quinze premiers responsables politiques et administratifs de la collectivité et du taux de rotation du personnel, d'examiner "*l'adéquation entre une équipe administrative et les autorités élues de la collectivité locale*".

L'agence Standard & Poor's-ADEF fait référence, parmi les éléments demandés à la collectivité locale, au "*cadre et aux instruments de contrôle dont s'est dotée la collectivité pour assurer ses différentes missions*": ce qui conduit à étudier la composition de

l'assemblée délibérante et l'organigramme administratif, les modalités de contrôle des services publics locaux, les procédures de tarification, de détermination des prévisions budgétaires, les modalités d'appréhension des coûts.

### *c) L'analyse financière*

L'étude financière rétrospective est effectuée sur les comptes depuis cinq ans. Il s'agit non seulement d'une analyse financière mais également d'une analyse dynamique : l'objectif est de savoir, par exemple, si à terme la collectivité locale dispose de marges de manoeuvre sur le niveau de ses recettes.

L'analyse du risque financier peut se décomposer autour de trois thèmes : le budget, l'endettement et la gestion de trésorerie.

#### **• Le budget**

Sur le plan budgétaire, les analystes examinent la section de fonctionnement et la section d'investissement.

En **fonctionnement**, une certaine importance est accordée à la maîtrise des dépenses de fonctionnement par la collectivité, les frais financiers sont particulièrement surveillés : la collectivité locale doit savoir engager un processus de réaménagement de la dette pour diminuer la charge financière en résultant, en fonction de l'évolution des taux d'intérêt sur le marché.

Les recettes fiscales directes et indirectes sont analysées du point de vue de la pression fiscale qu'elles engendrent : plus la pression fiscale est basse, plus les agences considèrent que la collectivité est en mesure d'autofinancer son développement.

En ce qui concerne le **budget d'investissement**, l'analyse porte essentiellement sur les modalités de financement de celui-ci : l'investissement peut être financé soit par l'autofinancement, soit par les recettes d'investissement proprement dites, c'est-à-dire la D.G.E., les versements du F.C.T.V.A. et les subventions éventuelles, soit enfin, par le recours à l'emprunt. Le jugement des analystes semble privilégier l'importance de l'épargne brute dégagée par la collectivité locale.

#### **• L'endettement**

L'ampleur des **emprunts déjà contractés** par la collectivité locale est un facteur important dans le niveau de la note : les agences se préoccupent de l'historique de la dette, de sa structure

de la capacité de la collectivité locale à conduire, le cas échéant, une renégociation de sa dette.

Les agences se consacrent également à l'analyse des **engagements hors bilan**. Ce point est d'ailleurs celui qui a semblé le plus difficile à appréhender selon nos interlocuteurs.

L'objectif est d'analyser le risque attaché aux garanties d'emprunts accordées à d'autres organismes de droit public ou à des personnes morales de droit privé. L'agence contrôle si, par ses modalités de financement, l'organisme qui fait l'objet de la garantie est susceptible ou non de demander sa mise en jeu.

L'agence de notation peut prendre en compte favorablement les contreparties demandées par la collectivité en matière de garantie d'emprunt : clause de subrogation dans les droits du créancier ; compensation financière par rapport au montant garanti pour constituer un fonds spécifique ; promesse d'affectation hypothécaire inscrite sur un immeuble financé par le biais de l'emprunt garanti.

#### • La gestion de trésorerie

Les agences de notation sont, bien entendu, sensibles à l'emploi de la méthode dite de la "*gestion en trésorerie zéro*".

Il s'agit de diminuer au maximum chaque soir le montant du solde disponible sur le compte 568 au Trésor.

L'ordonnateur envoie en début de journée avant 11 heures une télécopie précisant le montant du tirage sur la ligne de trésorerie ; le chèque transmis le jour même est immédiatement pris en compte et assure la couverture des mandats émis par le comptable de la collectivité locale en cours de journée. Les mouvements de remboursement sont opérés dans les mêmes conditions de délai.

En conclusion, il convient de souligner que les agences de notation semblent effectuer un travail d'analyse financière approfondie.

Les responsables administratifs du département de l'Essonne ont souligné la qualité et la pertinence des informations fournies dans son rapport de notation par l'agence Euronotation et ont fait part de leur volonté d'assurer le suivi de certains ratios dégagés par l'agence. On regrettera donc d'autant plus l'absence d'un tel rapport de la part des deux autres agences.

L'analyse proposée représente l'avantage d'être toujours conçue en "*dynamique*" : les analystes s'efforcent de discerner

l'ampleur de ce que l'agence Standard & Poor's-ADEF appellera la "flexibilité" et l'agence Euronotation la "marge de manoeuvre". Par exemple, l'agence Euronotation examine si, au regard des montants des projets d'investissement annoncés par la collectivité locale le taux d'épargne( c'est-à-dire le rapport de l'épargne brute par rapport aux recettes de fonctionnement) et le taux d'endettement (encours de la dette par rapport aux dépenses de fonctionnement) demeurent à des niveaux compatibles avec une situation financière normale et un niveau de pression fiscale non excessif.

## B. LES LIMITES DE LA NOTATION

Pour M. Michel Klopfer, consultant, l'évaluation du rôle des agences de notation soulève d'une manière générale le problème de l'estimation du risque "collectivités locales" en France.

En ce domaine, la notation permet fort opportunément de rappeler que, malgré la propension naturelle des observateurs à généraliser au détriment de l'ensemble des collectivités territoriales les pratiques dangereuses ou les déviations de certaines d'entre elles seulement, il existe de nombreuses collectivités qui, en France, sont susceptibles d'obtenir sur les marchés internationaux de capitaux le fameux "triple A" si recherché par les investisseurs.

Sur la globalisation du risque relatif aux collectivités locales, la pondération retenue en matière bancaire pour les créances sur les collectivités locales dans le cadre du ratio Cooke apporte un élément de réponse.

Le ratio Cooke, défini par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) fixe le rapport qui doit exister entre les fonds propres d'une banque et l'ensemble de ses actifs et éléments hors bilan. Ce rapport est fixé à 20 % pour les crédits aux collectivités locales contre 0 % pour les créances sur l'Etat et 100 % pour les crédits à la clientèle privée. En somme, les collectivités locales représentent donc un risque beaucoup moins élevé que les entreprises mais plus élevé que celui de l'Etat.

Les notations sont-elles fiables? La question à cette réponse est difficile à apporter en France en raison du faible nombre de collectivités notées et de la relative jeunesse de cette nouvelle pratique.

La question mérite néanmoins d'être posée. D'autant que l'exemple anglo-saxon, parfois présenté comme modèle, n'est pas



toujours exempt de critiques : ainsi M. Jean-Louis Chartier, président de la Chambre régionale des comptes d'Ile-de-France, souligne-t-il qu'en 1975 la ville de New-York était encore notée au niveau A par Standard & Poor's et Moody's, quelques mois avant la mise en cessation de paiement de la ville.

A cet égard, M. Frank Claeys (1) apporte des éclairages intéressants sur les conséquences de la crise de 1975 sur les agences de notation. Les agences affirmeront alors avoir été trompées par une comptabilité opaque et par la communication d'informations erronées par les autorités de la ville.

En août 1977, la Security of Exchange commission (SEC), équivalent américain de la COB, a constaté que l'analyse menée sur New York avait été insuffisante parce que les agences s'étaient bornées à entériner les informations fausses fournies par la ville, sans chercher à en vérifier l'exactitude.

Toutefois, la crise financière de la ville de New-York a entraîné des réactions favorables de la part des agences de notation : paradoxalement, l'ampleur des risques encourus par la mise en cessation de paiement de New-York en 1975 et de Cleveland en 1978 a accru la demande du public pour une notation de qualité. En conséquence, les agences ont amélioré leurs méthodes d'analyse ; enfin, elles ont porté à la connaissance du public leurs méthodes de notation afin de lever les diverses critiques que soulevait l'opacité de leurs méthodes d'appréciation.

En France, les limites de la notation proviendraient de la compréhension du contexte national et de certaines difficultés de l'analyse financière.

## **1. La compréhension du contexte français**

Beaucoup de nos interlocuteurs ont estimé que les agences recourant à des analystes de formation strictement anglo-saxonne auraient eu quelques difficultés à appréhender les risques réels qui pèsent sur les collectivités locales françaises.

Plusieurs intervenants se sont demandés en particulier si certaines des premières notations n'avaient pas surestimé

*1. Le système américain d'accès des collectivités locales à l'emprunt ; évaluation du rôle des agences de rating. Laboratoire d'Observation de l'Economie et des Institutions locales - Université Paris XII-Val de Marne.*

l'engagement de l'Etat en matière de garantie des dettes des collectivités locales.

Les communiqués de presse du 16 octobre 1990 de l'agence Moody's sur le département ~~des Alpes Maritimes~~ et la Région Provence - Alpes-Côte d'Azur sont éclairants à cet égard.

Il y est indiqué que bien que le vote et l'exécution des budgets locaux soient de *"la prérogative des conseils locaux"*, l'Etat dispose de plusieurs *"mécanismes juridiques"* qui *"minimisent les pratiques budgétaires risquées"*. Il est ajouté que les budgets locaux sont soumis à des *"règles de comptabilité publique strictes que l'Etat fait respecter"*.

Or, la procédure d'inscription d'office d'une dépense obligatoire par le représentant de l'Etat ne constitue pas une garantie absolue de paiement à l'échéance par le débiteur. Le règlement de la dette apparaît en définitive garanti par la capacité contributive des habitants de la collectivité locale et éventuellement par la valeur de liquidation des éléments cessibles du patrimoine de la collectivité locale.

Le respect du calendrier des échéances d'un emprunt de la collectivité locale peut donc être mis en question en particulier si cette collectivité se trouve lancée dans une procédure de renégociation de la dette auprès du système bancaire.

Ce constat ne remet pas en cause les notes actuellement décernées aux collectivités locales qui l'ont demandé.

Elle conduit simplement à constater que l'analyse d'une collectivité locale française doit être menée en prenant en compte tous les éléments qui contribuent à déterminer sa capacité de remboursement sans surestimer le rôle des procédures instituées par la loi du 2 mars 1982 en matière de contrôle financier.

L'agence Euronotation souligne avec beaucoup de netteté, dans le rapport de notation consacré à l'Essonne, que le système de contrôle mis en place à l'égard des ordonnateurs demeure donc, par certains aspects, peu efficace.

Ainsi, selon Euronotation, le système a pu s'avérer *"inopérant"* en raison de *"l'absence de volonté politique"* de la part des représentants de l'Etat de faire appliquer les textes, du manque de transparence des états financiers et des engagements réels et du flou juridique de certains textes relatifs, notamment, aux garanties d'emprunt.

Néanmoins, compte tenu de la situation d'ensemble du département de l'Essonne, ce facteur n'a pas joué à la baisse dans la note décernée à cette collectivité locale.

Actuellement Moody's se borne à souligner que la procédure d'inscription d'office *"bien qu'elle garantisse les créanciers contre tout risque de défaillance, ne leur assure pas un paiement dans les délais"*.

La vigueur du cri d'alarme lancé par la Chambre régionale des Comptes de la région Provence-Alpes-Côte d'Azur sur la situation de certaines communes de cette région dans son bilan d'activité pour l'année 1990 conduit là encore à tempérer certaines appréciations optimistes.

Une interrogation pèse sur les spécificités de l'économie régionale de la Région Provence-Alpes-Côte d'Azur qui conduisent, semble-t-il, les collectivités locales à prendre des engagements plus importants que dans d'autres régions.

Certes, ces observations portent sur la situation financière de certaines communes et non pas sur la région en tant que collectivité locale elle-même. Elles ne constituent pas un élément de remise en question de la notation actuellement obtenue par la Région.

Comme le précise, avec clairvoyance, le communiqué de l'agence Standard & Poor's-ADEF en date du 29 octobre 1990, *"le domaine étroitement défini de l'administration régionale et son indépendance vis-à-vis des autres, protègent la région des contraintes potentielles causées par le fort endettement ou les charges fiscales que l'on observe à d'autres niveaux administratifs de la zone géographique"*.

Il reste que le rapport d'activité de la Chambre régionale des Comptes de la Région Provence-Alpes-Côte d'Azur apporte néanmoins un éclairage complémentaire par rapport à celui de la notation.

## **2. Les limites de l'analyse financière**

Comme le fait remarquer M. René Hugues, Directeur général des collectivités locales, une certitude totale en matière de mesure des risques relatifs à une collectivité locale semble *"hors de portée"*. Ne serait-ce que parce que *"nul ne peut prévoir à 15 ans"*

*d'intervalle quels seront les risques encourus par une collectivité locale".*

La question de la complexité d'une appréciation à long terme a souvent été posée par les gestionnaires locaux : ainsi, M. René Hugues s'est-il inquiété du risque que fait courir la fermeture des portes d'une entreprise dont les bases de taxe professionnelle seraient importantes dans une commune. Pour M. Henri Paul, directeur financier de la région d'Ile-de-France, un maire lui-même a parfois du mal à mesurer précisément les risques qu'il prend, par exemple lorsqu'il lance une zone industrielle ou un projet de développement ambitieux. Il est vrai que pour les agences de notation, le risque doit normalement être couvert par le suivi de la note durant la durée de vie de l'emprunt.

En revanche, globalement, aucun intervenant n'a considéré que les règles spécifiques applicables actuellement en matière de comptabilité publique des collectivités locales soient de nature à jouer sur la notation ou à empêcher les travaux des analystes.

Les critiques ont porté sur la consolidation des comptes, les garanties d'emprunts et la question de la certification des comptes.

#### *a) La nécessité d'une consolidation*

La plupart des personnes entendues ont vivement souhaité une meilleure consolidation des comptes communaux.

La question de la meilleure appréhension de la collectivité locale et de ses différents satellites soulève toutefois la question controversée de la détermination du "*périmètre de consolidation*".

#### *b) La prise en compte des garanties d'emprunts*

La question du bilan global des garanties d'emprunts susceptibles d'être couvertes par la collectivité locale est connexe à celle de la consolidation.

La Cour des comptes a appelé l'attention dans son rapport de novembre 1991 (1) sur la nécessité d'un meilleur suivi des garanties d'emprunt : elle pose le problème des garanties accordées

*1. La gestion de la dette et de la trésorerie des collectivités territoriales - Rapport au Président de la République - novembre 1991.*

par certaines collectivités locales, sous forme de découvert et d'avances, à des sociétés d'économie mixte titulaires d'un mandat pour la réalisation de travaux. La lecture des documents budgétaires ne fait pas apparaître l'état des garanties du fait du mandat exercé par la SEM.

De même, l'affaire d'Angoulême a montré que l'état des engagements de la commune à l'égard des différents organismes placés sous son contrôle était parfois très mal connu : en particulier, par l'effet d'une convention, la ville n'inscrivait pas dans ses comptes les engagements qui la liaient à la société d'économie mixte qui réalisait une part importante des investissements communaux.

*c) Le contrôle de la sincérité des comptes*

Pour M. Jean-Louis Chartier, président de la Chambre régionale des comptes d'Ile-de-France, il apparaît parfois difficile de se prononcer sur la sincérité d'une inscription budgétaire. Il est possible à la collectivité locale d'inscrire en recettes le produit d'une aliénation d'un bien immobilier alors que cette dernière ne sera pas pratiquement réalisable à court terme pour le montant envisagé.

M. François Veverka, membre du directoire d'Euronotation France, s'est interrogé sur les divergences d'appréciation entre collectivités locales pour l'imputation de dépenses ayant apparemment le même objet.

Il reste que la question de la "certification" des comptes soulève celle de l'autorité qui serait chargée d'effectuer le contrôle de sincérité sans remettre en cause, bien entendu, les principes du régime de décentralisation.

### III - DES RELATIONS A CLARIFIER

Le recours à la notation par les collectivités territoriales entraîne des interrogations concernant l'utilisation publicitaire des notes et le caractère succinct du communiqué de notation.

#### A. LA PUBLICATION DES NOTES

Comme le fait remarquer M. Beaudoin de Brie, président-directeur général d'Euronotation France, la notation est une *"technique moderne de communication financière"* parce qu'elle représente un *"outil de différenciation assurant autorité et notoriété de la collectivité locale vis-à-vis de ses partenaires financiers, de ses partenaires économiques locaux et de ses administrés"*.

Il convient néanmoins de ne pas privilégier l'impact publicitaire de la notation sur sa finalité financière.

#### 1. La difficulté du problème

Il peut apparaître un décalage important entre la date de publication d'une note et la réalisation effective de l'émission.

En effet, la note est délivrée à l'émetteur, mais elle ne peut être rendue publique sans l'accord de l'agence de notation et de la collectivité locale s'il s'agit d'une première émission.

Une fois la note publiée, l'agence se réserve le droit de la modifier à la hausse ou à la baisse en fonction des changements de conjoncture ou de situation de l'émetteur.

Lorsqu'une étude approfondie apparaît nécessaire avant une modification, la collectivité notée peut être placée sur une *"liste de surveillance"* avant décision de maintien ou de modification de la note.

Il reste qu'une fois la note délivrée, l'émetteur reste libre d'apprécier la date la plus favorable d'émission en fonction de l'état du marché, c'est-à-dire de l'évolution de la demande de liquidités et des taux d'intérêts. En principe, la note ne devrait être rendue publique

que le jour du lancement effectif de l'émission. Toutefois, l'émetteur doit pouvoir connaître sa note à l'avance afin de savoir à quel taux pourra être proposée l'émission.

## 2. Le risque du détournement de la notation

Lorsqu'une note est publiée et qu'elle donne lieu à une abondante communication publicitaire au-delà de la seule communauté financière, il est légitime de se demander si la note n'est alors pas utilisée à des fins politiques plutôt que strictement financières.

M. Jean-Louis Chartier, président de la Chambre régionale des Comptes d'Ile-de-France, estime que la tentation est grande pour l'élu local de se faire délivrer un brevet de "*bonne gestion*" à travers la notation.

C'est d'autant plus vrai que les agences admettent elles-mêmes, comme le remarque M. Gérard Combes, délégué régional de la Caisse des dépôts et consignations en Ile-de-France, que la note comporte une part d'appréciation sur l'exécutif et la qualité des hommes qui le compose.

Un tel détournement, même s'il est difficile à établir, serait particulièrement critiquable.

Tout d'abord, la notation risque d'apparaître relativement coûteuse s'il s'agit seulement d'assurer la renommée de l'exécutif. L'engagement des frais de procédure de notation se justifie, à l'égard de la collectivité en raison des gains attendus en termes de diminution des taux d'intérêts.

Ensuite, la notation porte un jugement global sur une collectivité, qu'il s'agisse de son environnement économique, indépendant de la volonté des élus, ou de ses modalités de gestion.

De plus, il convient de ne pas surestimer l'impact d'une communication publicitaire axée sur la notation : la valeur d'un triple A n'est pas obligatoirement appréciée à sa juste valeur par le grand public. En revanche, comme le fait remarquer M. Henri Paul, directeur financier de la Région Ile-de-France, une bonne notation peut avoir vraisemblablement un impact sur certaines entreprises étrangères susceptibles de s'installer en France.

Enfin, comme le fait remarquer M. Jacques Guerber, directeur au Crédit Local de France, l'élu local qui souhaiterait axer

une campagne de communication publique sur une notation, s'exposerait au risque ultérieur d'un déclassement : la notation, en ce domaine, du fait de l'indépendance des agences, est une *"arme à double tranchant"*.

En ce qui concerne l'utilisation à des fins publicitaires de la notation, celle-ci peut tomber sous le coup, en période électorale, de l'interdiction prévue par l'article L 52-1 du code électoral, tel qu'il résulte de l'article 3 de la loi n° 90-55 du 15 janvier 1990 relative à la limitation des dépenses électorales et à la clarification du financement des activités politiques.

Aux termes de cet article, dans les six mois qui précèdent la consultation électorale, *"aucune campagne de promotion publicitaire des réalisations ou de la gestion d'une collectivité ne peut être organisée sur le territoire des collectivités intéressées par le scrutin"*.

Cette rédaction semble exclure *a priori* toute utilisation de la note décernée à la collectivité locale dans un espace publicitaire acquis, par ou pour le compte de la collectivité locale, pendant la période préélectorale.

En revanche cette rédaction n'exclut pas :

- d'une part la publication du communiqué de presse de l'agence de notation faisant état de la note décernée,

- d'autre part, la rédaction d'un article d'information à caractère général par un journaliste pour informer le public de la délivrance de la note.

Votre rapporteur s'est interrogé sur la nécessité de réglementer, voire d'interdire la publication d'un communiqué de presse sur une notation en période préélectorale.

Plusieurs des personnes entendues ont souhaité que la plus grande souplesse soit laissée en ce domaine dans la mesure où la publication de la note ne constitue que l'un des éléments préalables à une procédure d'émission obligatoire dont le montage peut être relativement long compte tenu de la nécessité de tenir compte des opportunités d'évolution des taux sur le marché et, le cas échéant, de la fenêtre d'émission accordée par le Trésor.



### **3. Lier publication et émission**

Cet argument est incontestablement cohérent à condition toutefois que le communiqué de presse fasse clairement apparaître le montant de l'appel public à l'épargne envisagé par la collectivité locale et la date escomptée de celui-ci. L'agence Euronotation précise déjà ce type d'information qui, sur le plan déontologique, devrait revêtir un caractère obligatoire.

Dès lors que la date prévue serait indiquée clairement, on peut penser que les agences veilleront à ce qu'elle ne soit pas excessivement éloignée de la date de publication du communiqué.

Ainsi, pour M. Henri Paul, directeur financier de la région d'Ile-de-France, le principe devrait être clairement posé que la notation ne soit pas rendue publique avant l'annonce du calendrier d'émission.

La question se pose de savoir quelle autorité serait chargée d'assurer le respect de ce qui devrait être une norme déontologique.

Pour M. Henri Paul, la Commission des Opérations de Bourse devrait être chargée du contrôle du respect de cette obligation. Il suffirait de vérifier si le communiqué de presse de l'agence de notation mentionne bien le calendrier d'émission. En l'absence du respect de cette obligation, la Commission des Opérations de Bourse devrait pouvoir faire une observation publique. Il en serait de même si l'émission n'avait pas lieu ou si elle était excessivement tardive, ce qui tendrait à prouver que le calendrier d'émission prévu n'était pas crédible.

Ce contrôle pourrait également être exercé par un comité déontologique *ad hoc* composé par les agences elles-mêmes, en relation avec des autorités de surveillance du marché.

Le souci d'honorabilité des agences de notation devrait permettre de faire entrer en vigueur un code de bonne conduite.

## B. LE RAPPORT DE NOTATION

### 1. Des solutions diverses

Chez Moody's France, le rapport de notation se limite à un communiqué de presse volontairement succinct et bref.

La brièveté des informations communiquées par les agences anglo-saxonnes semble résulter de trois sortes de considérations.

- Tout d'abord, ne pas divulguer d'information confidentielle sur la nature de la stratégie de développement poursuivie par l'émetteur ;
- Ensuite, fournir une information susceptible d'être exploitée rapidement par les investisseurs ;
- Enfin, ne pas alourdir ni formaliser à l'excès la procédure de notation qui s'effectue de manière collégiale.

### 2. La nécessité d'un rapport de notation significatif

Votre Rapporteur est très favorable à ce que les agences de notation prennent l'habitude de fournir, aux collectivités locales qui se font noter, un **rapport relativement substantiel et riche**, à l'image des prestations fournies actuellement par Euronotation.

#### *a) La notation est un achat public*

La notation est une opération relativement coûteuse de l'ordre de 200.000 à 400.000 francs. Dès lors, il paraît difficile de faire admettre sérieusement que le résultat de cette prestation puisse se limiter à une appréciation concise équivalent à une page recto de format A4.

Si la méthode du communiqué de presse paraît applicable aux entreprises qui apprécient librement le choix de leurs dépenses, la situation n'est pas exactement la même pour un élu, responsable de sa gestion devant l'assemblée délibérante et devant ses électeurs. Le problème est particulièrement sensible dans l'hypothèse où la note décernée est telle que le gain attendu du recours à l'emprunt

obligatoire devient nul ou trop faible et que la collectivité doit finalement y renoncer.

L'existence d'un rapport de notation, motivé et circonstancié, apparaît comme un élément de transparence indispensable dans les relations entre la collectivité locale et l'agence de notation. La collectivité doit pouvoir comprendre pourquoi sa note est inférieure éventuellement à celle qu'elle attendait de manière à pouvoir corriger, le cas échéant, les éléments déficients.

En revanche, si la note est satisfaisante, elle doit pouvoir connaître les éléments de jugement pris en compte pour éviter un éventuel déclassement ultérieur de sa note, dont les conséquences seraient graves.

#### *b) La valorisation de la fonction d'audit*

A l'évidence, il ne faut pas confondre audit et notation. Tout d'abord, parce que la notation, comme on l'a vu plus haut porte sur une émission plus que sur un émetteur. Ensuite, que l'audit est axé sur l'amélioration des méthodes de gestion de la collectivité locale alors que la notation cherche à prononcer une appréciation sur une capacité de faire face à ses échéances.

Il reste que la notation permet à une collectivité locale d'effectuer un bilan de sa fiabilité financière pour un coût somme toute inférieur à celui demandé par les cabinets d'audit réputés. Cet aspect séduisant tend certainement à faciliter le recours à la notation par la collectivité locale.

Le rapport de notation est la traduction de l'activité d'expertise de l'agence de notation. C'est pourquoi il doit être généralisé. Les gestionnaires du département de l'Essonne ont décidé, au vu du rapport exhaustif et confidentiel de notation qui leur a été délivré, de dégager de nouveaux ratios dans le "*tableau de bord*" de la collectivité.

## **Recommandations de la Commission**

**1. La procédure de notation doit non seulement se traduire par un communiqué de presse succinct mais également par la présentation d'un rapport de notation exhaustif explicitant l'appréciation portée par l'agence sur les différents facteurs analysés pour établir la note de la collectivité locale.**

**2. Le rapport de notation doit revêtir un caractère confidentiel et être transmis au président de l'assemblée délibérante de la collectivité locale ayant demandé une notation.**

**3. Aucun communiqué de presse relatif à une note ne devrait être publié qui ne comporte la mention du montant de l'émission à laquelle souhaite procéder la collectivité locale et la date d'émission prévue de celle-ci.**

**4. Lorsqu'un communiqué de notation ne comporte pas de date d'émission prévue, lorsqu'un emprunt est levé dans un délai de plus de douze mois à compter de la date du communiqué ou lorsque la notation ne donne lieu à aucune émission, un comité déontologique professionnel ad hoc, ou à défaut la Commission des Opérations de Bourse, devrait être chargé d'adresser des observations à l'agence de notation et à la collectivité locale concernée.**

**5. Les contrats de notation devraient prévoir qu'aucune référence ne peut être faite à la notation dans le cadre d'une campagne de promotion publicitaire de la gestion d'une collectivité locale sans mentionner que la notation ne représente pas une évaluation générale de la qualité de l'émetteur mais l'appréciation de sa capacité à assurer le service de sa dette, intérêts et capital, aux échéances prévues.**

## **CHAPITRE III**

### **UNE TECHNIQUE RESERVEE AUX COLLECTIVITES LOCALES QUI SOUHAITENT S'ENGAGER A LONG TERME SUR LES MARCHES FINANCIERS**

Un constat s'impose tout d'abord. Les collectivités n'ont que faiblement recours à l'émission directe d'emprunt : ces derniers ne représentent en moyenne que 3 à 4 milliards de francs par an, soit environ 10 % du volume annuel des emprunts des collectivités locales françaises.

Toutefois, le flux s'est réduit au cours des dernières années : l'appel au marché obligataire n'a porté que sur 4 milliards de francs en 1988 et sur 1,4 milliard de francs en 1989, soit à peine 2 % du volume total des emprunts contractés au cours de cette année.

#### **I - UNE PRATIQUE LIMITEE EN RAISON DES OBSTACLES A L'APPEL DIRECT A L'EPARGNE DES COLLECTIVITES LOCALES**

##### **A. UN NOMBRE LIMITE DE COLLECTIVITES LOCALES CONCERNEES**

###### **1. Les collectivités locales concernées**

Pour M. Henri Paul, directeur financier de la région d'Ile-de-France, 15 collectivités locales au maximum sont susceptibles de recourir efficacement à la notation : les grandes régions et les départements importants ainsi que 5 ou 6 grandes villes. Il y ajoute également certains syndicats de transport urbain dès lors qu'une collectivité locale serait autorisée à faire bénéficier de sa bonne notation une structure extérieure de financement.

Pour M. Gérard Combes, directeur régional de la Caisse des dépôts et consignations en Ile-de-France, une collectivité locale de

moins de 120.000 habitants ne peut que très difficilement avoir recours au marché obligataire, ce qui le conduit à ne retenir dans la liste des collectivités susceptibles d'être notées, que 150 ou 200 collectivités territoriales : les régions, les départements et une trentaine de villes environ.

La Direction du Trésor évalue à 40 à 50 le nombre de collectivités qui pourraient utilement se faire noter.

Pour M. Philippe Laurent, consultant financier, la notation pourrait se développer pour environ 50 collectivités.

M. Jacques Guerber, directeur au Crédit Local de France, compte tenu du montant minimum d'émission requis pour émettre un emprunt obligataire, évalue en fait le nombre de collectivités locales concernées par la notation, à 10 ou 15 au maximum.

## **2. La situation paradoxale de Paris et de la Région d'Ile-de-France**

Paradoxalement, alors que l'on pourrait penser que la Ville de Paris ou la région d'Ile-de-France serait susceptible d'obtenir une notation excellente, ne serait-ce qu'en raison de leurs perspectives de développement, les directeurs financiers de ces deux collectivités locales ont déclaré ne pas envisager d'y recourir à terme

### *a) La ville de Paris*

M. Jean-Michel Hubert, directeur financier de la Ville de Paris, a tout d'abord rappelé que la Ville de Paris, dans un souci de bonne gestion et de maîtrise des évolutions budgétaires, avait toujours veillé à maintenir une **politique modérée de recours à l'emprunt** afin de contrôler l'évolution de la charge de sa dette. C'est pourquoi la Ville de Paris, après avoir emprunté auprès du système bancaire, 800 millions de francs en 1986, 555 millions en 1987, 625 millions en 1988 et 300 millions en 1989 n'a pas contracté d'emprunts nouveaux ni en 1990, ni en 1991. Au total, sur un budget de 19 milliards de francs pour la Ville de Paris et de 6 milliards de francs pour le département, l'annuité de la dette, constatée au compte administratif de 1991 ne dépasse pas 1,484 million de francs, soit environ 8 % du budget de la Ville.

Tout d'abord, la Ville de Paris est soucieuse de traiter avec des partenaires reconnus. L'objectif n'est pas de "casser le marché".

En tout état de cause, la concurrence entre les établissements bancaires a jusqu'ici été favorable à la Ville.

Dans l'hypothèse où la Ville de Paris souhaiterait se financer directement sur les marchés financiers, il est incontestable que son image internationale lui permettrait d'escompter une notation *a priori* favorable.

Le problème ne serait donc pas tant celui de la note elle-même que le fait de savoir si elle serait susceptible de baisser et dans quelles conditions.

La note est par nature une conclusion synthétique sur la santé financière de cette collectivité locale. La situation de la collectivité peut évoluer. L'agence de notation peut en tirer des conclusions sur la santé financière de la collectivité locale et diminuer la note en conséquence même s'il n'est pas certain du point de vue des gestionnaires concernés que cette baisse soit justifiée.

Pour une collectivité locale importante, l'enjeu principal se situe à long terme. Pour M. Jean-Michel Hubert, la note aura inéluctablement une valeur non seulement pour l'acquéreur de titre, mais également pour apprécier la gestion de la collectivité locale. C'est pourquoi il estime nécessaire de recourir à une procédure de notation avec une grande prudence.

#### *b) La région Ile-de-France*

M. Henri Paul, directeur financier de la Région d'Ile de France, a estimé que les besoins et la situation financière actuelle de la Région ne justifiaient pas à court terme le recours au marché obligataire, et donc à la notation, compte tenu des emprunts déjà négociés et du prêt bonifié accordé pour l'investissement des lycées.

Il a souligné les bonnes conditions de négociation de la facilité de financement à options multiples, communément désignée par le sigle de MOFF (*multiple options financing facilities*) contractée par la région d'Ile de France en 1988.

Ce type de montage financier associe en général une ligne de crédit à court terme consolidée, le cas échéant, par des emprunts à long terme.

Sans exclure la possibilité d'un recours au marché obligataire, il a souligné que la Région disposait actuellement des ressources d'emprunt lui permettant de faire face à ses besoins.

En définitive, ni la Région d'Ile-de-France, ni la Ville de Paris ne sont candidates à la notation tout en admettant que cette démarche n'est pas exclue, *a priori*, pour l'avenir en fonction de l'évolution du marché.

## **B. LES INCONVENIENTS DE L'APPEL DIRECT AUX MARCHES FINANCIERS**

### **1. Un accès restrictif aux marchés financiers**

Concernant ce recours direct aux marchés de capitaux, une distinction fondamentale existe entre le marché des créances à court terme et celui des obligations qui sont toujours des créances à long terme.

En France, le marché des créances à court terme <sup>(1)</sup> comprend plusieurs catégories de créances :

- les certificats de dépôts,
- les bons des institutions et sociétés financières,
- les billets de trésorerie,
- les bons à moyen terme négociables.

En l'état actuel de la réglementation, le marché des titres à court terme n'est pas ouvert aux collectivités locales : ces dernières ne sont pas comprises dans la liste des établissements habilités à émettre sur ces marchés.

On retrouve sur les marchés financiers internationaux une distinction analogue entre les euro-obligations, crédits à plus d'un an, et les euro-crédits, émis à moins d'un an.

**Sur le marché international comme sur le marché domestique, seules les émissions obligataires sont ouvertes aux collectivités locales.**

Selon les informations communiquées à votre rapporteur, la Direction du Trésor est très réticente à toute forme de recours aux euro-crédits de la part des collectivités locales.

*1. Cf. article 19 de la loi du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.*



Deux raisons semblent invoquées pour motiver le refus d'autorisation de telles émissions.

D'une part, il s'agit de produits financiers aux modalités complexes qui contreviennent, directement ou indirectement, à la règle de l'obligation du dépôt des fonds libres au Trésor qui interdit l'ouverture d'un compte bancaire (ou postal) par une collectivité territoriale.

D'autre part, l'article 8 de la loi du 2 mars 1982 a pour effet d'interdire de financer par des ressources d'emprunt le remboursement en capital des annuités à échoir au cours de l'exercice. Il prohibe donc tout recours à la "cavalerie budgétaire".

En l'absence de textes d'application spécifique, ces dispositions seraient interprétées strictement afin d'éviter tout risque de détournement de la loi.

Sur ce dernier point, on remarquera toutefois que la circulaire du 22 janvier 1989 relative aux concours financiers à court terme offerts aux collectivités locales et à leurs établissements publics a admis la possibilité de recourir à des emprunts à court terme. Ainsi, les collectivités peuvent contracter pour le financement de dépenses d'équipement des emprunts à court terme **sous réserve de leur encaissement et de leur remboursement sur des exercices budgétaires différents.**

Par ailleurs, la circulaire admet également qu'un emprunt budgétaire à court terme peut être consolidé par un emprunt à moyen ou à long terme.

Toutefois cette circulaire n'est applicable qu'aux prêts d'argent proposés aux collectivités locales par les établissements de crédit. Il semble que les gestionnaires locaux ne puissent se prévaloir de ces éléments de souplesse en matière de traitement des émissions d'euro-crédits sur le marché international des capitaux.

## **2. Le montant minimum de l'émission obligataire**

Tout en insistant sur le fait que ce montant minimum pouvait varier en fonction de l'état des marchés financiers, M. Eric de Bodard, directeur général de Moody's France, a estimé que le niveau optimal d'une émission était atteint à partir de 200 ou 300 millions de francs.

Pour M. Beaudoin de Brie, président-directeur général d'Euronotation France, le seuil de rentabilité pourrait être fixé au minimum à 200 ou 300 millions de francs, sachant qu'un niveau d'émission de 500 millions de francs lui paraissait plus justifié.

Pour M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF, une émission publique est *difficile* en-deçà d'un montant de 500 millions de francs. Toutefois, il souligne que le montant peut être plus faible si l'émission est préparée auprès d'un investisseur institutionnel ou si intervient une intermédiation bancaire.

Pour M. Henri Paul, directeur financier de la région d'Ile-de-France, si le montant initial de l'émission obligataire proprement dite peut être estimé entre 200 et 300 millions de francs, il faut tenir compte également de la nécessité de prévoir, le cas échéant, un emprunt à taux fixe bancaire pour assurer le lissage du remboursement *in fine* de l'emprunt obligataire, ce qui conduit à préconiser un besoin de financement minimal d'environ 500 millions de francs.

M. Jacques Guerber, directeur au Crédit Local de France, souligne que les montants minimum varient selon les devises concernées : 100 millions de dollars aux Etats-Unis, 300 millions de francs au Japon, 200 millions de francs en Grande-Bretagne. Compte tenu des marchés sur lesquels sont susceptibles d'intervenir les collectivités locales françaises, il fixe le montant de base de l'émission proprement dite entre 200 et 300 millions de francs auquel il convient d'ajouter un prêt complémentaire pour assurer la souplesse du remboursement de l'émission, soit un besoin de financement total de 500 millions de francs.

Deux solutions alternatives apparaissent pour les collectivités locales qui souhaitent s'engager pour des montants moins élevés.

*a) La couverture par la note d'un intervenant externe*

La collectivité locale peut recourir, le cas échéant, à une procédure qui s'apparente à l'octroi d'une garantie d'emprunt : elle consiste, sous couvert d'une rémunération, à se prévaloir de la notation d'un autre établissement.

Ainsi, la région Midi-Pyrénées a-t-elle émis en mai 1992 le premier emprunt d'une collectivité locale européenne sur le marché de l'eurofranc. Cet emprunt privé, placé par la banque S. Warburg, s'élevait à 200 millions de francs et a fait l'objet d'une

lettre de garantie de la part du Crédit Local de France, établissement noté "triple A" par Moody's et par Standard & Poor's.

Il est à noter que cette pratique est relativement développée aux Etats-Unis où des établissements financiers fournissent fréquemment de telles "*lettres de crédit*" à des intervenants qui souhaitent recourir publiquement à l'épargne.

La caution du Crédit Local de France est consentie aussi longtemps que la qualité de la dette de la Région Midi-Pyrénées ne sera pas reconnue comme la meilleure qui soit par les deux grandes agences anglo-saxonnes.

Il reste que l'émission directe, dont le coût est majoré par les frais de "location" de la note "triple A" du Crédit Local de France, est en outre accompagnée d'un emprunt bancaire de 200 millions de francs destiné à assurer le lissage du remboursement du capital *in fine*.

#### *b) Les emprunts syndiqués*

Les collectivités locales ont également la possibilité de se syndiquer pour émettre en commun un emprunt obligataire.

De nombreux interlocuteurs ont souligné néanmoins les difficultés pratiques que poserait cette démarche. Du point de vue du notateur, le problème serait double.

Tout d'abord, la notation globale, octroyée à l'émission, serait conditionnée par la capacité de remboursement de la collectivité la plus vulnérable au sein du groupement. Dès lors, il serait préférable que les collectivités locales en question soient relativement homogènes, faute de quoi la note risque d'être préjudiciable à la collectivité locale la plus saine financièrement.

Ensuite, la tarification de la notation risque d'être dissuasive dans la mesure où l'agence de notation ne pourra pas ne pas tenir compte du fait que la notation de l'émission nécessite d'analyser plusieurs émetteurs, qui forment chacun une personne morale distincte dotée de sa capacité financière propre et d'une comptabilité propre.

### 3. La rigidité des conditions de mobilisation

La Cour des comptes souligne dans son rapport de novembre 1991 (1) que le recours aux emprunts obligataires tend à se raréfier car ces produits sont difficilement renégociables et parce que leurs conditions de mobilisation sont rigides.

S'agissant de la renégociation, la Cour précise que celle-ci ne peut se faire, sur le marché domestique, que par rachat en Bourse, par des opérations d'échange de taux ou par offre publique d'échanges.

La possibilité de renégociation n'est pas exclue ; mais elle demeure coûteuse : ainsi, pour la région Ile-de-France qui a réalisé une telle opération en 1983, les coûts notamment de communication se sont élevés à 2,5 millions de francs pour une offre publique d'échange d'un volume total de 600 millions de francs. Les frais propres de l'opération doivent être pris en compte dans le bilan final, ce qui explique que l'opération n'est pas toujours intéressante en termes de taux actuariel.

Il est indéniable que les difficultés de la renégociation doivent être prises en compte par le gestionnaire local s'il décide de recourir directement au marché financier.

### 4. Le problème de l'amortissement *in fine*

Concernant les obligations, l'amortissement s'effectue généralement *in fine* : le capital emprunté est remboursé en une seule fois à l'échéance. Les obligations dont les annuités en capital sont lissées sont beaucoup plus complexes et coûteuses.

Selon M. René Hughes, directeur général des collectivités locales, le remboursement *in fine* présente des "inconvenients redoutables", dans la mesure où la collectivité locale ne peut procéder à des placements au fil du temps pour dégager le montant à échéance. Inconvénient redoutable certes, mais pas obstacle dirimant.

Le problème de l'amortissement *in fine* peut trouver semble-t-il des solutions de trésorerie soit par la conclusion d'un emprunt bancaire complémentaire soit par le recours adéquat à la gestion des trésoreries.

1. Rapport sur la gestion de la trésorerie et de la dette des collectivités locales. Novembre 1991.

Ces mécanismes complémentaires présentent toutefois l'inconvénient de majorer l'ampleur du besoin de financement pour la collectivité locale. En outre, celle-ci est tenue de conduire à la fois le lancement de l'émission directe sur le marché financier et la conclusion du crédit ou du prêt complémentaire bancaire pour lequel la collectivité locale ne bénéficie pas, *a priori*, du gain de la désintermédiation.

*a) Des produits financiers innovants*

Selon plusieurs de nos interlocuteurs, il existerait des produits financiers qui permettraient d'ajuster au mieux les conditions de remboursement des emprunts obligataires en fonction des contraintes qui pèsent sur les collectivités locales.

- Ainsi, M. Henri Paul, directeur financier de la région d'Ile-de-France, estime, par exemple, que la collectivité locale devrait pouvoir passer avec un établissement financier un **contrat dit de "defeasance"** qui permet de provisionner les échéances et de rembourser progressivement le service de la dette afférent à l'emprunt obligataire.

Ce dispositif suppose la mise en place d'un **groupement d'intérêt économique** avec l'établissement financier concerné pour assurer le service de la dette. La dette est transférée à un organisme financier spécialement créé à cet effet ; celui-ci est doté d'un actif dont l'échéance est identique à celle de la dette à laquelle il est lié.

Comme le fait remarquer M. Henri Paul, il n'apparaît pas dans le rapport de la Cour des comptes de novembre 1991 que cette technique puisse être proscrite au regard de la règle du dépôt des fonds libres au Trésor.

La Cour fait mention des contrats de *"désendettement de fait"* qui consistent à transférer une dette à un tiers en assortissant l'opération du paiement par la collectivité d'une soulte permettant de constituer un portefeuille de valeurs dont les revenus permettront au tiers d'assurer la charge de la dette (1).

Elle mentionne la possibilité du transfert de la dette d'une collectivité locale à un groupement d'intérêt économique (GIE) constitué à cet effet et qui en assure le service par l'intermédiaire d'une soulte versée par la collectivité locale et dont les revenus financent le paiement des annuités.

1. Page 49 du rapport.

La Cour admet que cette opération "*revient en fait à placer des fonds libres en dehors du Trésor*" sans toutefois considérer expressément que l'opération est irrégulière au regard de l'application de cette règle.

Qui plus est, la Cour, lorsqu'elle aborde la question des relations entre la dette et la trésorerie, rappelle que si la législation interdit l'ouverture d'un compte bancaire, elle n'empêche "*ni les flux d'intérêts créditeurs, ni les mouvements de capital, dès lors qu'ils apparaissent définitifs (cas d'une soulte)*"(1).

En conclusion, dès lors que la soulte a un caractère définitif, que les sommes reçues par la collectivité n'excèdent pas le montant de l'emprunt lancé sous sa garantie, que le dispositif n'a eu pour effet que d'anticiper sur le versement du capital emprunté, il ne semble pas qu'un tel dispositif, dit de "défeasance", puisse être considéré comme ayant intrinsèquement pour objet le détournement de la règle du dépôt de fonds au Trésor par la collectivité locale.

• Répondant au même type de préoccupations, M. Michel Joubert, directeur général adjoint du département de l'Essonne, a appelé l'attention sur la faculté proposée par certaines banques de procéder à un "*swap de structure*" à partir d'un emprunt obligataire émis par une banque pour le compte d'une collectivité locale.

Il convient de rappeler que les "swaps" constituent une technique de crédit croisé consistant en un échange, entre deux parties, de deux quantités de monnaie portant intérêt, avec obligation réciproque de paiement des intérêts et de remboursement du principal, selon des modalités et une périodicité déterminées à l'avance.

Le "swap" de structure ou "swap de dette" porte sur le montant en capital de la dette et permettrait donc de résoudre les difficultés soulevées par le problème de l'amortissement *in fine*, sous réserve qu'il n'ait pas un caractère spéculatif.

Dans la mesure où l'établissement bancaire peut procéder au placement des sommes versées par la collectivité locale dans le cadre du contrat de "swaps", la Direction du Trésor proscrit ce genre d'opération qu'elle considère comme non conforme à la règle de liaison entre les taux.

*b) La position restrictive de la Direction du Trésor*

Malgré les doutes que l'on peut avoir sur ces questions, la Direction du Trésor n'autorise pas le recours aux instruments financiers définis plus haut tels que les "swaps" de structure ou les contrats de "defeasance".

Elle se fonde sur l'application stricte et formelle -pour ne pas dire formaliste- de la règle du dépôt des fonds libres au Trésor.

Aux termes de l'*ordonnance portant loi organique relative aux lois de finances du 2 janvier 1959*, issue à l'origine du *décret impérial du 27 février 1811*, repris par une *ordonnance royale du 7 mars 1818*, les collectivités locales ont l'obligation de déposer leurs fonds libres au Trésor et ne peuvent ouvrir un compte bancaire ou postal.

L'*article 15* de l'ordonnance précitée dispose que "*sauf dérogation admise par le ministre des finances, les collectivités territoriales sont tenues de déposer au Trésor toutes leurs disponibilités*".

Les collectivités locales, s'agissant des émissions obligataires sur le marché domestique ou sur le marché international, **ne disposent pas d'une circulaire d'application** leur précisant les conditions dans lesquelles elles peuvent négocier avec les intermédiaires sur le marché obligataire.

Elles ne peuvent se prévaloir, par exemple, des dispositions relativement souples prévues par la circulaire du 22 février 1989 relative aux concours financiers à court terme offerts aux collectivités locales et à leurs établissements publics, dans la mesure où cette circulaire ne concerne que les emprunts ou concours consentis par le système bancaire.

S'il est un obstacle au développement au recours des collectivités locales aux marchés financiers, il semble provenir notamment de l'état total d'abandon dans lequel semble laissée la réglementation relative aux émissions obligataires des collectivités locales.

A cet égard, M. René Hughes, directeur général des collectivités locales, ne peut que constater que le régime juridique des obligations des collectivités locales n'est "*guère déterminé*". Selon le ministère de l'Intérieur, les circulaires très anciennes en la matière sont caduques et la loi de 1966 sur les sociétés commerciales n'est pas applicable aux collectivités locales.

Cette indétermination ouverte par une réglementation "en jachère" semble profiter essentiellement à la Direction du Trésor qui, trop souvent, s'abrite derrière l'absence de textes d'application précis pour imposer des interdictions aux initiatives des collectivités locales décentralisées dont la motivation n'est pas toujours comprise par ces dernières.

## **II - UNE TECHNIQUE A UTILISER DANS LE CADRE D'UNE STRATEGIE COHERENTE DE RECOURS AUX MARCHES FINANCIERS**

Le bilan de la notation, préalablement au recours à une émission obligataire, peut être positif si la collectivité locale se montre cohérente dans sa démarche de recours aux marchés financiers.

### **A. LE BILAN DU RECOURS A LA NOTATION**

#### **1. Les éléments favorables**

##### *a) Le gain financier du recours à la notation*

Pour M. Gérard Combes, directeur régional de la Caisse des dépôts et consignations en Ile-de-France, l'intérêt d'une émission sur le marché domestique n'est pas totalement évident aujourd'hui.

En revanche, sur le marché de l'eurofranc, un émetteur peut obtenir un emprunt au taux de 9,1 %, soit cent points de base <sup>(1)</sup> de mieux que les meilleures conditions accordées au titre d'un emprunt bancaire.

Cela étant, outre la prise en compte des frais annexes, il faut intégrer le coût de la couverture du risque de change de l'ordre de 0,5 %.

En définitive, le gain éventuel sur l'émission obligataire s'élève encore à 40 centimes, soit un avantage de 66.000 francs sur un emprunt d'un million de francs, ou encore de 6 millions de francs sur un emprunt de 100 millions de francs.

*1. 100 points de base = 1 %.*



De telles conditions peuvent paraître avantageuses. Aucun établissement bancaire n'apparaît par exemple susceptible de prêter sur 15 ans à une collectivité locale à un taux de 9,23 %, soit le taux obtenu par l'émission obligataire de la région Provence - Alpes - Côte d'Azur.

M. Philippe Laurent souligne que le différentiel pourrait être plus significatif à l'avenir. En effet, le maintien d'un fort niveau du besoin de financement de la part des collectivités locales conjugué à la baisse tendancielle des concours de l'Etat, ne peut déboucher, à terme, sur une diminution forte du coût des prêts bancaires aux collectivités locales.

*b) Un avantage marginal dans la négociation avec le système bancaire*

La notation peut constituer un élément positif de négociation vis-à-vis du système bancaire. Le système des prêts aux collectivités locales se caractérise par la présence forte du Crédit local de France rattaché au groupe "Caisse des dépôts et consignations" qui représente à lui seul 40 % environ des prêts aux collectivités locales.

La notation est le préalable au recours direct au marché financier sans passer par les banques institutionnelles. La faculté ouverte ainsi aux collectivités locales constitue un élément de pression "*marginale*ment important", selon M. Philippe Raimbourg, sur le système bancaire.

Enfin le recours direct aux marchés financiers est un facteur qui tend à accélérer le phénomène "positif" d'une différenciation accrue des taux d'intérêt des emprunts bancaires versés aux collectivités locales.

Pour votre rapporteur, l'élargissement de la fourchette des taux des prêts pratiqués aux collectivités locales est, en quelque sorte, le corollaire logique du mouvement de modernisation des circuits de financement engagé depuis 1983. Dès lors que l'on a préconisé le libre accès des collectivités locales au crédit bancaire, il est vain de penser que le postulat de l'égalité d'accès à l'emprunt à des taux identiques pourra durablement être maintenu à l'avenir.

Il serait d'ailleurs anormal qu'une collectivité mal gérée, dont les dépenses de fonctionnement seraient excessives et les projets de développement ambitieux à l'excès, puisse recourir au crédit, à un coût identique ou proche d'une commune du même département, qui présente des signes objectifs de rigueur de gestion.

De ce point de vue, l'acclimatation en France des mécanismes et procédures de la notation peut, par osmose, contribuer à modifier la perception par les services bancaires du contrôle des risques et des qualités intrinsèques d'une collectivité locale.

Comme on l'a vu plus haut, il semble trop souvent que le "scoring" soit plus utilisé pour détecter les dangers potentiels d'une collectivité locale dont les ratios se dégradent plutôt que pour mesurer une certaine différenciation des taux d'intérêts.

Pour les collectivités territoriales qui ne posent pas problème, il appartiendra logiquement de plus en plus au banquier de pratiquer une analyse "positive", de mesurer la fiabilité relative d'une commune, d'un département ou d'une région bien gérée et au fort potentiel de développement pour lui consentir un taux d'intérêt en baisse par rapport à celui d'une collectivité locale présentant plus de risques.

## **2. Le coût du recours à la notation**

### *a) La facture des agences*

Pour Moody's, le coût de la notation est égal à 2,5 points de base par rapport au montant de l'émission réalisée sans pouvoir dépasser 200.000 francs. Toutefois, il faut tenir compte de l'engagement de suivi de la collectivité pendant toute la période de remboursement du titre.

Selon l'agence Standard & Poor's-ADEF, le coût de la notation s'élève entre 100.000 et 200.000 francs pour une émission de billets de trésorerie. Les honoraires de notation sont fixés selon un barème qui tient compte du montant des opérations, de leur complexité et de l'éventuelle multiplicité des marchés auxquels recourt un même opérateur. Toutefois, M. François Veverka, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF, insiste sur le fait que la tarification n'est pas proportionnelle au montant de l'émission mais plutôt à la complexité de l'émetteur et donc au temps passé par les analystes sur le dossier. En moyenne, il estime que le coût de la notation varie entre 2 et 3 points du taux facial de l'émission.

S'agissant concrètement du département de l'Essonne, le coût de la notation a été environ de 100.000 francs pour Euronotation et de 180.000 francs pour chacune des deux autres agences.

*b) Les frais annexes*

Le montage d'une émission d'euro-obligations nécessite de recourir à des intermédiaires pour préparer l'émission, constituer un syndicat de garantie et de placement des titres et assurer les formalités et les actions d'information relatives au placement des titres.

S'agissant d'euro-obligations donnant lieu à un placement public, c'est-à-dire coté dans une bourse de valeurs, les commissions sont très variables mais peuvent atteindre jusqu'à 1,7 %, voire 2 %, du montant du crédit. La répartition est la suivante :

- la *commission de placement* représente entre 0,75 % et 1,25 % des montants placés,

- la *commission de direction* varie entre 0,25 % et 0,5 % du montant du crédit,

- la *commission de garantie* équivaut entre 0,25 % et 0,75 % du montant garanti.

Les placements privés connaissent des **frais de commission**, moindres du fait d'une procédure allégée, mais le taux nominal de l'émission est généralement plus élevé.

*c) La couverture du risque de change*

Il convient également de tenir compte, sur les marchés de devises étrangères, du coût de la couverture du risque de change qui doit impérativement être utilisée pour une collectivité locale.

**B. LA NECESSITE D'UNE DEMARCHE COHERENTE DE RECOURS AUX MARCHES FINANCIERS**

Pour valoriser le choix d'un appel public à l'épargne, la collectivité locale qui souhaite engager une politique directe d'émission sur les marchés financiers doit choisir au mieux son compartiment d'émission, envisager d'y valoriser sa présence à long terme et avoir une pratique adéquate de la gestion de sa trésorerie.

## 1. Le choix du compartiment adéquat

- Le placement sur le marché américain a été déconseillé par la plupart de nos interlocuteurs. Ainsi, la Direction du Trésor souligne que sur ce marché les frais annexes à l'émission sont d'un montant très élevé : l'émetteur est tenu de recourir à des "lawyers" pour assurer le respect des diverses obligations imposées par la SEC en matière d'émission. En outre, la préparation des documents d'émission, relativement complets et lourds, ainsi que des "round shows" avec les investisseurs entraînent des frais fixes substantiels.

Après une visite de 48 heures aux Etats-Unis, les gestionnaires du département de l'Essonne ont renoncé à intervenir sur ce marché *"séduisant en apparence mais très procédurier et rigide de nature à entraîner des risques contentieux"* selon M. Michel Joubert, directeur général adjoint des services du département de l'Essonne.

- En ce qui concerne les euro-marchés, plusieurs possibilités s'offrent à la collectivité locale :

- soit recourir à une émission publique, c'est-à-dire cotée sur une bourse des valeurs : les gestionnaires du département de l'Essonne estiment qu'en l'état actuel des choses une telle émission se heurterait au problème du coût de la documentation à fournir aux émetteurs ainsi que du montant des frais de communication.

En somme, une opération d'émission sur ce marché serait *"avantageuse mais complexe"* pour reprendre l'avis de M. Michel Joubert.

- la collectivité locale peut également envisager une émission privée : contrairement au placement public, le placement privé n'est pas coté dans une bourse de valeurs. La procédure est simplifiée. En revanche, les titres sont vendus à un taux nominal plus élevé.

Ce compartiment financier suppose de ne pas avoir de contrainte de délai : la mise au point de l'emprunt peut durer 1 à 2 mois ou plus, selon les opportunités et les besoins des investisseurs concernés. Ce marché permet une grande souplesse puisque les conditions de volume et de durée de l'emprunt ne sont pas extrêmement contraignantes ni prédéfinies.

- enfin, la collectivité locale peut recourir à ce qu'est appelé un "*compartiment périphérique*" comme ceux des francs suisses ou des francs luxembourgeois qui acceptent aisément des opérations de dimension modeste.

Ces marchés acceptent des petites transactions pour le compte de débiteurs étrangers et les souscripteurs locaux ne sont pas extrêmement sensibles à la liquidité des titres requis.

Ainsi l'Office économique d'aménagement et de construction de la Haute-Savoie, à l'aide d'une garantie du département, a émis en 1991 un emprunt de 2 millions de francs suisses, soit 100 millions de francs français environ sur 10 ans, à 6,75 % l'an. En 1992, l'emprunt de la région Provence - Alpes - Cote d'Azur a été émis en francs suisses.

• Par ailleurs, M. Michel Joubert a appelé l'attention sur l'intérêt que présenterait pour les collectivités locales la faculté de recourir au marché des euro-effets à moyen terme ("*euro medium terme note*").

Ce type d'euro-marché rentre dans la catégorie de ce que l'on appelle les facilités d'émission non garanties. Elles constituent un compartiment d'émission compris, pour sa liquidité, entre les euro-obligations et les euro crédits.

L'objectif est de permettre aux emprunteurs de disposer à moyen terme d'un volume d'emprunt significatif à partir de titres à court terme. Pendant une période déterminée, de l'ordre de 5 à 7 ans, l'émetteur est autorisé à émettre selon une périodicité régulière des *euro-notes*, c'est-à-dire des titres à court terme de un à douze mois seulement.

La facilité d'émission est dite "*garantie*" lorsqu'elle est placée par une banque qui s'engage à racheter les titres non acquis et à consentir un crédit correspondant au montant des titres non placés.

A un stade accru de désintermédiation financière, la facilité d'émission est "*non garantie*", c'est-à-dire lancée sans engagement de prise ferme. Dans ce cas, elle est placée de préférence par une institution non financière disposant d'un renom et d'une signature de qualité, ce qui correspond au niveau de notation auquel peuvent prétendre les collectivités locales françaises.

Tel est le cas des "*medium term notes*" qui connaissent une forte expansion depuis 1987, et qui permettent d'émettre pour des durées de neuf mois à 30 ans pour un montant minimum d'un million de dollars.

Ce type de produit financier serait particulièrement adapté aux besoins des collectivités locales parce qu'il permettrait notamment de fractionner les frais d'émission et les problèmes de remboursement *in fine*, tout en permettant à la collectivité locale de bénéficier des avantages de la désintermédiation et de faire jouer au mieux la qualité de sa signature.

La Direction du Trésor prohibe le recours à ce type d'euro-émissions au motif que la faible durée des émissions serait susceptible de porter atteinte à l'obligation de dépôt des fonds au Trésor.

## 2. Une gestion de trésorerie avisée

La seconde condition de réussite d'un emprunt obligataire requiert, là encore, un investissement dans la durée.

Il est apparu clairement à votre rapporteur que la procédure de notation n'a de sens que si elle précède une émission. Or, compte tenu des contraintes posées par l'obligation de remboursement et la mobilisation immédiate des sommes recueillies dans le cadre de l'appel public à l'épargne, l'émission ne peut être gérée au mieux que si les gestionnaires de la collectivité locale sont familiarisés avec les techniques de la gestion serrée de la trésorerie.

Il est vrai que la très nette tendance à la stagnation de l'encours de trésorerie des collectivités locales témoigne indéniablement du recours accru de celles-ci à la gestion de "trésorerie zéro" par l'intermédiaire d'ouvertures de crédits à court terme.

En tout état de cause, l'émission obligataire nécessite de disposer d'une gestion de trésorerie avisée à deux stades :

- Au moment de la mobilisation de l'emprunt tout d'abord : compte tenu des frais financiers automatiquement entraînés par la non rémunération du dépôt des fonds libres au Trésor, la collectivité locale doit être en mesure soit de financer très rapidement l'investissement pour lequel elle a contracté l'emprunt obligataire, soit de recevoir l'emprunt au moment d'une pointe de décaissement, afin de rembourser sa ligne de crédit à hauteur du montant de l'emprunt pour demeurer en trésorerie zéro.

- Au moment du remboursement *in fine* du capital, ensuite : là encore, la collectivité doit adapter sa gestion de trésorerie

afin de pouvoir dégager les sommes nécessaires au remboursement du capital.

D'une certaine manière, la bonne gestion du produit de l'emprunt obligataire passe par l'existence d'une ligne de trésorerie, quasiment équivalente au montant des sommes empruntées, sauf à tenir compte d'un éventuel emprunt complémentaire.

### **3. La volonté de se faire connaître des investisseurs**

Pour nombre de nos interlocuteurs, l'accent a été mis sur le nécessaire engagement à long terme.

En quelque sorte, on entrerait "en notation" comme on entrerait dans la vie monastique.

Tout d'abord, la gestion d'une émission obligataire entraîne un investissement humain et intellectuel qu'il serait peu opportun de dilapider en limitant l'effort à une émission ponctuelle sans suivi ultérieur de l'opération.

Mais surtout, la rentabilité à terme du recours direct au marché financier privé pour les collectivités locales sera d'autant plus forte que leur présence sera constante. La notation représente un gain de temps appréciable pour faire connaître le sérieux d'une signature : elle ne constitue pas le seul élément de détermination du taux de l'emprunt. Les gestionnaires du département de l'Essonne, notamment M. Michel Joubert, ont insisté sur la nécessité, pour les collectivités locales, de fixer une marge supplémentaire par rapport à des investisseurs connus de longue date sur les marchés, tels que la SNCF ou EDF, qui sont également notés "triple A", mais dont la notoriété est plus grande et plus ancienne.

Pour les représentants de la Direction du Trésor, les collectivités locales obtiendront les taux les meilleurs, en rapport avec le niveau de leur notation, si les investisseurs ont la certitude de les voir revenir sur le marché obligataire.

M. Henri Paul estime, de même, que compte tenu du montant minimum requis pour lancer une émission obligataire, il est préférable d'envisager une "*intervention régulière*" de la collectivité locale sur ce marché.

## Recommandations de la Commission

**1. La réglementation relative aux émissions obligataires des collectivités locales doit faire l'objet d'une clarification interministérielle par le Ministère de l'Economie et des Finances et par le Ministère de l'Intérieur afin de permettre aux collectivités locales de disposer d'un cadre juridique précis pour l'exécution de ces opérations.**

**2. Cette clarification réglementaire devra prendre en compte les initiatives nouvelles des collectivités locales dès lors qu'il est établi que les nouveaux produits financiers n'ont pas pour but de détourner la règle du dépôt de fonds au Trésor, ni de retirer un profit financier, mais d'assurer l'adaptation des ressources à leurs besoins au meilleur coût.**

**3. En particulier, les textes devraient envisager les conditions de régularité des deux catégories d'opérations suivantes, dès lors qu'il serait établi que la procédure n'a pas de caractère spéculatif :**

- les contrats consistant à transférer une dette obligataire à un tiers spécialement créé à cet effet assortis de mouvements de capital et d'intérêts à titre définitif de la collectivité locale vers ce tiers (contrats dits de "defeasance") ;
- les opérations dites de "*swaps de structure*" avec des établissements financiers sur le montant en capital d'une dette obligataire.

**4. Enfin, par symétrie avec la circulaire du 22 février 1989 relative aux concours financiers à court terme offerts aux collectivités locales et à leurs établissements publics, un texte doit faire le point sur les émissions à court terme sur les marchés de capitaux domestiques et internationaux et en particulier sur la faculté des collectivités locales de s'engager sur un emprunt à moyen terme par des émissions régulières successives d'émission de titres à court terme.**



## CONCLUSION

Le développement de la notation est inséparable de la véritable révolution du système de financement des collectivités locales françaises observée depuis le début des années 80.

Entrées dans une logique de marché, les collectivités locales doivent dorénavant assumer les contraintes inhérentes à la liberté nouvelle qui leur est offerte.

Après avoir connu une période d'ouverture du marché des collectivités locales caractérisée par une concurrence certaine entre établissements bancaires, il semble que la concurrence touche désormais les collectivités locales emprunteuses elles-mêmes.

Du point de vue du système bancaire, le taux d'intérêt reflète le coût d'une ressource, le prix de sa transformation et l'appréciation du risque porté sur cet emprunteur. Il est légitime de penser que la différenciation du taux d'intérêt en fonction du risque sera de plus en plus affirmée à l'avenir.

A cet égard, il serait anormal que les collectivités locales puissent recourir à l'emprunt sans payer le prix, en termes de taux d'intérêt, de la plus ou moins grande rigueur de leur gestion.

Le relatif succès de la notation témoigne de la volonté des collectivités territoriales de faire valoir les légitimes garanties de sécurité qu'elles apportent à leurs créanciers face à un système bancaire qui tend trop aisément à généraliser le risque "collectivités locales" auprès de ses interlocuteurs.

La notation est l'une des techniques qui peut avoir des conséquences favorables sur des collectivités locales confrontées au marché financier.

Tout d'abord, la notation constitue une incitation à la transparence pour la collectivité locale. Transparence au moment de la procédure elle-même, puisque la notation implique un dialogue ouvert entre les responsables de la collectivité et des experts extérieurs. Transparence maintenue ultérieurement puisque le suivi de la note sur les marchés implique un effort constant de la part des autorités locales pour maintenir durablement le niveau de notation.

Ensuite, au même titre que les nouvelles méthodes de gestion de trésorerie, le recours à la notation et à l'émission directe d'emprunts sur les marchés financiers témoigne de la volonté des collectivités locales de se financer au moindre coût pour assurer leurs dépenses de service public.

Enfin, l'enjeu que représente la note pour l'image de marque de la collectivité locale constitue un défi stimulant susceptible de mobiliser les responsables administratifs de la collectivité locale.

Bien entendu, la notation jouera un rôle positif si les collectivités locales apprécient globalement les avantages et les risques, la souplesse et les contraintes du recours à l'appel public à l'épargne.

Convient-il, pour autant, d'encadrer au niveau législatif et réglementaire la pratique de la notation des collectivités locales ? Issue des marchés financiers, conçue pour répondre aux besoins des émetteurs et des investisseurs, la notation est une technique qui, comme semble le penser M. Jean-Louis Chartier, président de la Chambre régionale des comptes d'Ile-de-France, "*comporte elle-même ses propres gardes-fous*". C'est pourquoi votre rapporteur estime que les recommandations qu'il présente en matière de publication de la note et d'élaboration d'un rapport de notation devraient être intégrées à un code de déontologie établi par les agences elles-mêmes.

Cela étant, le choix de la notation est une décision qui doit être prise en toute connaissance de cause : la notation, parce qu'elle doit normalement déboucher sur une émission obligataire, est encore réservée à un nombre limité de collectivités locales susceptibles de s'engager durablement sur une politique de recours direct aux marchés financiers.

## EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mercredi 24 juin 1992 sous la présidence de M. Christian Poncelet, président, puis de M. Jean Cluzel, vice-président, la Commission des finances du Sénat a entendu une communication de M. Paul Loridant sur le développement de la notation des collectivités territoriales en France.

M. Paul Loridant, rapporteur, a, tout d'abord, présenté les caractéristiques et la méthodologie de la procédure de la notation qui vise à permettre l'appréciation, sous forme d'une note synthétique, par des experts privés, de la capacité d'un émetteur sur un marché financier à rembourser le capital et les intérêts à échéance.

Il a souligné que la notation devait être distinguée des techniques de "scoring" (cotation) employées par les banques pour déceler les risques de clientèle et des "audits" qui visent à permettre l'amélioration du fonctionnement d'une collectivité locale.

Il a rappelé le cadre légal et réglementaire de l'activité des agences de notation en France tout en soulignant le caractère pragmatique de la création et du développement des trois agences de notations françaises : Moody's France, Standard et Poor's - Agence d'Evaluation Financière et Euronotation France.

Il a ensuite indiqué que cinq collectivités locales avaient été notées en France mais que deux d'entre elles seulement avaient procédé à une émission obligataire.

A cet égard, il a rappelé les contraintes qui pèsent sur le recours à l'appel public à l'épargne de la part des collectivités locales, en raison de la règle du dépôt des fonds au Trésor, du montant minimum élevé des émissions et du principe de l'amortissement in fine en matière de remboursement des obligations.

En conclusion, il a estimé que la notation pouvait être une démarche positive pour les collectivités locales tout en soulignant qu'elle ne concernait qu'un nombre réduit d'entre elles, celles qui sont familiarisées avec les techniques de la gestion de trésorerie et donc susceptibles de se porter durablement sur les marchés de capitaux.

**M. Jacques Oudin** s'est prononcé en faveur de la plus grande transparence possible en matière d'accès du public aux informations financières et budgétaires sur les comptes des collectivités locales.

**M. Maurice Blin** s'est interrogé sur les perspectives de développement de la notation des collectivités locales en Europe.

En réponse, **M. Paul Loridant, rapporteur**, a fait observer que la publication de classements des collectivités locales sur des critères réducteurs pouvait avoir un effet déstabilisant sur le marché du crédit aux collectivités locales, ouvert récemment à la concurrence et qui est encore à la recherche de son point d'équilibre.

Sur la notation des collectivités locales en Europe, il a constaté que celle-ci se développait dans divers pays d'Europe du Nord mais qu'en revanche, le marché allemand ne se prêtait pas structurellement à de telles opérations.

**M. Paul Loridant, rapporteur**, a ensuite présenté diverses recommandations tendant à :

- l'obligation de n'effectuer la notation qu'à la demande de la collectivité locale elle-même ;

- la large diffusion des travaux de synthèse de l'Observatoire des finances locales, sous réserve de la publication des ratios individuels de chaque collectivité, à sa demande seulement ;

- la transmission, en plus du communiqué de presse, d'un rapport de notation substantiel, au président de l'assemblée délibérante de la collectivité locale ayant demandé une notation ;

- l'obligation de mentionner dans le communiqué de notation la date et le montant de l'émission prévue par la collectivité locale ;

- l'intervention d'une procédure interne d'avertissement en cas de non-respect du principe du lien entre la notation et une émission financière ;

- une obligation de précision en matière de publicité relative à la notation d'une collectivité territoriale ;

- la clarification interministérielle de la réglementation relative aux émissions publiques des collectivités locales, en tenant compte de l'existence de nouveaux produits financiers, à la condition que ces derniers n'aient pas un caractère spéculatif.

**La Commission a adopté les recommandations du rapporteur et décidé que la communication de M. Paul Loridant ferait l'objet d'une publication sous la forme d'un rapport d'information.**

## **A N N E X E S**

### **Annexe I :**

**Liste des informations à fournir à l'agence Euronotation.**

### **Annexe II :**

**Liste des personnes entendues par votre rapporteur.**

## ANNEXE I

### Liste des informations à fournir à l'agence EURONOTATION

#### 1. Caractéristiques de l'opération à noter

Montant - Modalités d'émission - Justification.

#### 2. Contexte démographique, économique et social

- Schéma directeur d'aménagement et d'urbanisme ;
- Carte géographique et économique du territoire ;
- Caractéristiques des organismes employeurs présents sur le territoire : nombre, secteurs d'activités, taille (effectif, chiffre d'affaires), concentration, évolution récente, perspectives ;
- Caractéristiques de la population : taux d'évolution, structure par âge, taux de chômage, phénomène migratoire...
- Principales caractéristiques et description sommaire des équipements de la collectivité ; niveau d'équipement de grosse infrastructure (assainissement voirie, capacité d'accueil...) ; investissements et gros travaux dont la réalisation est prévue ;
- Rapports de l'Observatoire Economique local ;

#### 3. Contexte politique

- Résultats électoraux des dix dernières années ;
- Composition du conseil ou de l'assemblée ;
- Documents de présentation des politiques des élus ;
- Documents publiés en direction du public ;

#### 4. Organisation et moyens

- Organigramme des services ; degré de centralisation des prises de décision ;
- Evolution des effectifs par classe A, B, C, D, et répartition par services ;
- Procès verbaux des dernières réunions du comité technique paritaire ;
- Curriculum vitae des principaux dirigeants ;
- Rapports d'activités des services sur deux ans ;
- Schéma directeur informatique ;

- Notes de procédures internes (notamment pour la préparation des budgets primitifs ;
- Description du périmètre d'activité de la collectivité . budgets annexes : régies, établissements publics, associations, SEM, groupements : niveaux de délégation et compétences, conventions passées, contrôles mis en place, rapports d'activité et comptes sociaux pour les associations et les SEM les plus importantes ;
- Rapports d'audit éventuels ;

#### **5. Comptes-rendus des délibérations pour les douze derniers mois**

- de l'Assemblée délibérante (comptes rendus de séance in extenso et rapports) ;
- du Bureau (à consulter sur place) ;

**6. Avis, jugements et observations de la Chambre Régionale des Comptes ; observations du comptable public et du contrôle de légalité adressés aux représentants de la collectivité, ainsi que ceux adressés aux organismes auxquels la collectivité apporte son concours financier ou dans lesquels elle exerce un pouvoir prépondérant ;**

#### **7. Renseignements financiers**

*Sur les cinq dernières années :*

- Comptes administratifs et budgets annexes,
- Rapports sur l'exécution des budgets,
- Comptes de gestion.

*Sur les dix dernières années :*

- Etats de notification des taux d'imposition (Etat DGI 1253),
- Fiche analytique d'évolution des bases fiscales directes (Etat GFI 1259) et indirectes,

*Sur l'exercice en cours :*

- Budget primitif, annexes et décisions modificatives,
- Relevés de trésorerie du trésorier payeur pour l'année passée et l'année en cours (Etat P 553) ;
- Courbes de situation de trésorerie et plan de trésorerie - Tableaux de bord ;
- Lignes de trésorerie mises en place et montants utilisés ;



- Notes financières récentes sur la gestion de la dette et de la trésorerie ;
- Etats détaillés de la dette ;
- Etats des garanties d'emprunts ; nature ; calcul du ratio prudentiel ; sûretés demandées ; fonds de garantie...
- Liste des conventions passées engageant financièrement la collectivité ;
- Liste des subventions (supérieures à 100.000 F) accordées au dernier budget ;
- Valeur vénale du patrimoine cessible ;
- Budget, ou éléments de budget, pour l'exercice à venir ;
- Rapports d'orientation budgétaire pour l'année passée, l'année en cours et l'année à venir ;
- Plan financier à moyen terme -hypothèses de dépenses et recettes- Simulations budgétaires ;
- Programmes pluri-annuels d'investissements.

## **ANNEXE II**

### **Liste des personnes entendues par votre rapporteur**

#### **Agences de notation**

- M. Beaudoin de BRIE, président-directeur général d'Euronotation France
- M. Eric de BODARD, directeur général de Moody's France
- M. François VEVERKA, membre du directoire de Standard & Poor's-ADEF

#### **Experts financiers**

- M. Gérard COMBES, délégué régional de la Caisse des dépôts et consignations en Ile-de-France, ancien président du syndicat des secrétaires généraux de Villes
- M. Jacques GUERBER, membre du directoire du Crédit Local de France, chef du département du crédit et de l'action commerciale
- M. Michel KLOPFER, consultant financier, maître de conférences à l'ENÀ
- M. Philippe LAURENT, consultant financier, maire-adjoint de Sceaux
- M. Philippe RAIMBOURG, professeur agrégé à l'université de Nancy I

#### **Magistrat des juridictions financières**

- M. Jean-Louis CHARTIER, conseiller-maître à la Cour des comptes, président de la Chambre régionale de la région d'Ile-de-France

Les propos de M. Jean-Louis CHARTIER, rapportés dans le présent rapport, n'engagent pas la Cour des comptes.

### **Collectivités locales**

- M. Jean-Michel HUBERT, secrétaire général de la Ville de Paris, ancien directeur des finances et des affaires économiques de la Ville
- M. Henri PAUL, directeur des affaires financières de la région d'Ile-de-France
- M. Bruno GISARD, directeur des services du département de l'Essonne
- M. Michel JOUBERT, ancien directeur général adjoint des services du département de l'Essonne

### **Ministère de l'Economie et des Finances**

- Mme Sylviane LANDAIS, adjointe au chef du bureau "*collectivités décentralisées et grands équipements publics*" à la Direction du Trésor
- M. Jean-Yves LARROUTUROU, administrateur civil au bureau "*marché financier*" à la Direction du Trésor

### **Ministère de l'Intérieur**

- M. François DUROLLET, conseiller technique au cabinet du Secrétaire d'Etat chargé des collectivités locales
- M. René HUGHES, directeur général des collectivités locales
- M. Patrick DELAGE, sous-directeur des finances locales à la D.G.C.L.
- M. Didier BEOUTIS, chef du bureau des budgets locaux à la D.G.C.L.