



Parti socialiste  
Saint-Germain-en-Laye,  
Fourqueux, Mareil-Marty

## Emprunts Toxiques

### ***1. Définition : Qu'est-ce qu'un emprunt toxique ?***

Série « comprendre les emprunts toxiques » : [www.emprunttoxique.info/](http://www.emprunttoxique.info/)

Notre compte Twitter dédié : <http://twitter.com/EmpruntToxique>

Nos pages de calcul de taux à payer :

- Formules à un taux de change : [www.emprunttoxique.info/change/](http://www.emprunttoxique.info/change/)
- Formules à deux taux de change : [www.emprunttoxique.info/change2/](http://www.emprunttoxique.info/change2/)

#### Contacts presse

Emmanuel Fruchard  
06.70.51.36.46

Pascal Lévêque  
06.85.56.38.80

Mail : [ps.saintgermain@gmail.com](mailto:ps.saintgermain@gmail.com)

## Introduction

Cette note décrit les emprunts toxiques, les distingue des emprunts classiques et présente la classification élaborée par le groupe de travail animé par Eric Gissler.

Ce document fait partie d'une série destinée à aider les élu(e)s, notamment les minoritaires, à s'informer, analyser et le cas échéant dénoncer les stratégies risquées de gestion de dette.

## Qu'est-ce qu'une dette 'normale' ?

Une dette normale, pour une collectivité comme pour un particulier, est une dette à taux fixe ou à taux variable simple. Chacun est familier du taux fixe : si on emprunte 100 € à 4%, on paye à la fin de l'année  $100 \times 4\% = 4$  € d'intérêts.

Si le **taux est variable**, le principe est que le taux à payer suit plus ou moins l'inflation. Si l'inflation est basse, le taux à payer est en général plus faible qu'un taux fixe. Si l'inflation monte, le taux monte également et peut être supérieur au taux fixe valable au moment où l'emprunt a été mis en place. Il y a différentes références de taux variable. Les plus courantes sont les taux d'emprunt entre banque pour une durée de quelques mois à 1 an : c'est la référence Euribor, de 1 mois à 12 mois. Il y a d'autres références, comme Eonia et CMS, sur lesquelles nous reviendrons plus loin.

Au taux variable s'ajoute une marge qui rémunère la banque pour ses frais et le

risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque que l'emprunteur ne rembourse pas sa dette. Donc un taux variable classique se concrétise par une formule simple du type "Euribor 12 M + 0,15%" : la collectivité va payer la référence Euribor 12M, observée à chaque période d'intérêt, plus la marge de 0,15%. Si le taux variable est observé à 2%, la collectivité paiera  $2\% + 0,15\% = 2,15\%$ . La marge est similaire dans sa nature à l'assurance qui est ajoutée au taux d'intérêt des emprunts immobiliers des particuliers.

**Une collectivité peut être endettée à taux fixe, à taux variable**, et le plus souvent avec une combinaison de ces deux choix 'normaux'. La gestion de dette classique consiste à répartir la dette entre une partie fixe et une partie variable de manière à équilibrer les ressources et les charges de la collectivité. Cette gestion de dette est parfaitement légale et **conforme à l'esprit des lois** en vigueur depuis les années 1990.

## Comment se distinguent les emprunts toxiques ?

Les emprunts toxiques se distinguent par l'existence d'une formule de calcul du taux autre que la formule simple "taux variable + marge". Il peut s'agir de types de formules extrêmement divers, utilisant des taux d'intérêt, des taux de change, voire des taux d'inflation.

Malgré la diversité des situations, on retrouve presque systématiquement les caractéristiques suivantes :

- **Plusieurs formules successives** : contrairement aux emprunts classiques, dans un emprunt toxique on décompose la durée de l'emprunt en au moins deux sous-périodes. La première est appelée

période de **bonification** et elle dure généralement entre 1 an et 3 ans. Pendant cette durée le taux à payer est un taux fixe relativement bas. C'est un peu comme les offres de téléphone ou internet avec un coût réduit les premiers mois. Ensuite, pendant la période qui suit, une formule plus compliquée s'applique. Cette période est en général beaucoup plus longue que la période de bonification, typiquement de 10 à 30 ans.

- **Un taux bas au début, les risques après** : Le risque des emprunts 'toxiques' réside dans la

formule utilisée pendant la seconde période. Il arrive que la période à risque commence après la fin de mandat de l'élu en place : il profite alors du taux bas et laisse les risques à ses successeurs.

- Formule typique : **si** [une condition] **alors** [payez ceci] **sinon** [payez cela]. La plupart des formules risquées se présente sous la forme d'une alternative : si une condition est vérifiée alors on

continue à payer un taux fixe bas ; sinon, la formule risquée s'applique. La condition est faite pour paraître probable au début, mais le plus souvent les banquiers anticipent que le scénario favorable ne durera pas jusqu'à la fin de l'emprunt. Comme on dit en anglais : "*there is no free lunch!*", autrement dit - et quel élu est assez naïf pour croire le contraire de la part d'une banque ? - rien n'est gratuit !

## Comment lire les formules de taux à payer ?

Ces formules semblent compliquées à la première lecture, mais elles ne sont pas plus difficiles à lire que n'importe quel contrat. Estimer leur risque est complexe, mais déchiffrer la formule est à la portée de tous les élus.

Comme c'est souvent le cas, le plus facile est de prendre quelques cas précis et de se familiariser avec leur rédaction, pour ensuite être capable de lire n'importe quelle formule. C'est ce que nous proposons dans la page dédiée à quelques exemples.

Dans l'immédiat voici quelques conseils méthodologiques :

- **Obtenir le contrat** : il faut se méfier des données "synthétisées" par l'exécutif de la collectivité. Elles ne sont pas toujours fidèles et sincères. L'information qui fait foi est le contrat. Pour plus d'information sur la procédure à suivre, voir cette page.

Il y a deux variantes de contrats :

- les contrats d'**emprunts** à formule,
- les contrats d'**échange**, en anglais '**swap**'. Dans ce deuxième cas, la collectivité a un emprunt classique, par exemple paye un taux fixe de 5%, et échange ensuite le taux de 5% contre un taux calculé avec une formule risquée. Donc un swap, c'est comme un prêt et un emprunt dans un même contrat. Dans le texte du contrat on définit le taux payé par l'une des parties, puis le taux payé par l'autre partie.

Du point de vue des risques, les deux méthodes sont équivalentes, même si le contrat de 'swap' est un peu plus compliqué à lire.

- **Trouver la formule** dans le contrat : Inutile de lire tous les contrats exhaustivement. Pour beaucoup de collectivités ce serait un travail colossal ! Bien souvent le contrat contient une page d'introduction qui rappelle les parties, puis la définition du montant et de la durée de l'emprunt. Ensuite viennent la définition du taux à payer pour chaque période, s'il y a une bonification. Après la formule les indicateurs utilisés sont définis. La partie 'intéressante' du contrat est donc relativement courte.
- **Identifier les indices** : toute formule, même celle d'un taux variable normal, utilise une variable. Cette variable doit être facilement observable et ne pas donner lieu à des disputes entre les parties. C'est pourquoi elles sont définies avec précision, souvent avec une méthode de remplacement au cas où l'index utilisé viendrait à disparaître avant la fin du contrat.

En première lecture, inutile d'approfondir le détail. Il faut se familiariser avec les indices les plus courants, dont voici une liste succincte par nature d'indice :

- **Taux d'intérêt** euro :
  - Euribor 1M à 12M : taux pratiqué entre banques pour des durées de 1 mois à 1 an

- Eonia : moyenne de taux quotidien pratiqué entre banques
- CMS 2 ans à 30 ans : taux long terme pratiqués entre banques
- Taux d'intérêt étrangers :
  - Libor 1M à 12M : taux entre banque comme Euribor, mais fixés à Londres sur de multiples devises, notamment le dollar (code USD) et la livre sterling (code GBP)
  - CMS 2 ans à 30 ans : taux long terme pratiqués entre banques dans de multiples devises
- **Taux de change** : un taux de change est caractérisé par deux devises. On exprime une unité d'une devise dans l'autre devise. Par exemple le cours de l'"Euro/Dollar" signifie la valeur d'un euro exprimée en dollars. Donc si l'euro/dollar vaut 1,40 cela signifie qu'un euro vaut un dollar et 40 cents de dollar. Les devises sont désignées par un code de trois lettres. Les taux de change les plus couramment utilisés sont :
  - **EUR/USD** : Taux de change euro contre dollar US
  - **EUR/CHF** : Taux de change euro contre franc suisse
  - **USD/JPY** : Taux de change dollar US contre yen japonais

Il est tout à fait atypique d'utiliser un taux de change pour 'fabriquer' un taux d'intérêt. Les entreprises n'utilisent pas ce type de conversion car elle n'a aucune justification économique. Dans la 'classification Gissler' mentionnée ci-dessous, les taux de change sont classés dans la catégorie 6, la plus risquée.
- **Taux d'inflation** : On utilise l'Indice des Prix à la Consommation (IPC)
- **Formule** : La formule elle-même fait appel aux quatre opérations. On peut donc toujours l'évaluer avec la calculette la plus simple. Pour s'approprier une formule, il est conseillé de remplacer les indices par leur valeur courante et de faire le calcul, comme nous l'avons fait avec des données temps réel dans nos pages d'**exemples** de formules à [un taux de change](#) ou à [deux taux de change](#). Ensuite, avec un peu d'habitude on peut faire varier l'indice ou les indices de manière à voir comment le taux à payer évolue.
- **Effet de levier** : Dans la formule on cherchera toujours à bien identifier les coefficients multiplicateur, également dénommés effets de levier. Par exemple dans la formule  $6\% - 3 \times (\text{CMS } 10 \text{ ans} - \text{CMS } 2 \text{ ans})$ , l'effet de levier est le coefficient 3. Cela signifie que le risque est multiplié par trois, ou, c'est équivalent, que la formule repose sur un montant égal à trois fois le montant emprunté.
- **Taux simulé** : certaines banques accompagnent le contrat de simulations, pour montrer les cas favorables et les cas défavorables. Certains contrats montrent des scénarios à plus de 30% (voir [cet exemple](#))...

## **Comment classer les emprunts toxiques ?**

Derrière le nom d'emprunts toxiques se cachent des formules très diverses dans leur définition, et au risque divers par l'amplitude des effets de levier utilisés. Par exemple selon qu'on multiplie un index par 0,25 ou par 1,5 le risque est très différent : il varie de 1 à 6.

La commission qui s'est réunie autour d'un fonctionnaire (M. Gissler) a établi un système de classification des formules de taux, parfois décrite comme 'classification Gissler', selon deux critères :

- **L'indice** : le premier critère concerne l'index, du moins risqué - un indice de taux en zone euro - aux plus risqués, des taux de change. Cette note est indiquée par un chiffre, de 1 (non toxique) à 6 (plus risqué).
- **La structure** : le second critère concerne l'amplitude du risque pour un index donné, surtout en fonction de l'effet de levier, qui varie de 1 à 10 selon les emprunts. Ce critère est exprimé par une lettre, de A (non toxique) à F (plus risqué).

## Tableaux des risques

Indice	
1	Indices zone euro
2	Indices inflation française ou inflation zone euro ou écart entre ces indices
3	Écarts d'indices zone euro
4	Indices hors zone euro. Écart d'indices dont l'un est un indice hors zone euro
5	Écart d'indices hors zone euro
6	Autres indices

Structure	
A	Taux fixe simple. Taux variable simple. Echange de taux fixe contre taux variable ou inversement. Echange de taux structuré contre taux variable ou taux fixe (sens unique). Taux variable simple plafonné (cap) ou encadré (tunnel)
B	Barrière simple. Pas d'effet de levier
C	Option d'échange (swaption)
D	Multiplicateur jusqu'à 3 ; multiplicateur jusqu'à 5 capé
E	Multiplicateur jusqu'à 5
F	Autres types de structure

Les emprunts classiques, donc non toxiques, ont tous la note 1A, qu'ils soient à taux fixe ou à taux variable. Toute autre note reflète la nature structurée de l'emprunt, avec des degrés de toxicité divers. Les plus dangereux sont classés de 6D à 6F.

### Auteurs

Cette note rassemble des contributions diverses, relues et mises en forme par Emmanuel Fruchard, conseiller municipal (PS) de Saint-Germain-en-Laye et professionnel de la finance de marché depuis 20 ans.

Les commentaires et suggestions sont les bienvenus à : [ps.saintgermain@gmail.com](mailto:ps.saintgermain@gmail.com)