

**SYNDICAT
D'ETUDES ET DE REALISATIONS
POUR LE TRAITEMENT
INTERCOMMUNAL DES DECHETS
(S.E.R.T.R.I.D.)**

Réunion du Comité Syndical

CS - 1.05

**Gestion de l'encours de la dette
Couverture du risque de taux**

RAPPORT

Rédigé par M. Emile GEHANT, Président
Et présenté par Gérard GUYON,
vice-président

Compte rendu de délégation

Par délibération n°CS 1.15 du 4 février 2004 la Comité syndical a donné délégation au Président du S.E.R.T.R.I.D. pour recourir aux instruments de couverture des risques de taux. Une opération de cette nature a été conclue avec la banque Crédit – Agricole Indosuez (C.A.I.) le 6 février 2004 selon les caractéristiques suivantes :

Emprunts sous-jacents :

- n°103 mobilisé le 12 février 2003 pour une durée de 149 trimestres & n°108 mobilisé le 9 avril 2001 pour une durée de 155 trimestres, souscrits auprès de Dexia - Crédit Local de France pour un capital à l'origine de 5.000.000 € chacun,
- Indexation sur Euribor 3 mois (1^{er} février, mai, août, novembre) avec une marge additionnelle de 0,37 %,
- Amortissement au taux de progression trimestriel de 1,5 %,

Nature de l'opération

- Echange de conditions d'intérêts (Swap),
- Capital amortissable, de 9.870.960 € à la première échéance,
- Départ le 1^{er} février 2004,
- Durée 20 ans,
- Conditions :
 - S.E.R.T.R.I.D. reçoit de C.A.I. : Euribor 3 mois sans marge
 - S.E.R.T.R.I.D. paye à C.A.I. : Euribor 3 mois + marge (#)
- (#) Marge = 2,02 % + 2 (CMS 20 ans – CMS 2 ans),
 - CMS (constant maturity swap) pour swap à maturité constante respectivement de 20 ans et de 2 ans.

Synthèse de l'emprunt et du swap

Les contrats d'emprunts de Dexia – C.L.F. et le contrat de swap avec C.A.I., en éliminant les flux qui se compensent, sont synthétisés dans la formule suivante

- S.E.R.T.R.I.D. paye : Euribor 3 mois + (2,02 % + 0,37 %) – 2 (CMS 20 ans – CMS 2 ans)

Caractéristiques

Dans des conditions « normales » de marché, les taux d'intérêts à court terme sont plus bas que les taux d'intérêts à long terme (le risque de défaillance d'une contrepartie augmentant avec la durée, le prix à payer croît avec le risque).

L'opération souscrite exploite une « aberration » du marché qui cote une inversion de la courbe des taux CMS 20 ans et CMS 2 ans. C'est ainsi, qu'à l'horizon de 12 ans le taux des swaps de maturité constante de 2 ans serait supérieur à ceux d'une maturité de 20 ans. Dans ces conditions, la situation « normale » d'une ascendance des taux d'intérêts en fonction de la durée est « dévaluée » au regard de l'évolution cotée par le marché. Le contrat conclu avec C.A.I. exploite cette particularité.

- Avantages : tant que la situation est normale et, dans le cas particulier, tant que la différence entre le CMS 20 ans et le CMS 2 ans est supérieur à 1,01 %, la marge acquittée par le S.E.R.T.R.I.D. sur l'Euribor 3 mois est négative ou nulle,
- Inconvénients : inversement si cette différence est réduite en deçà de 1,01 %, le S.E.R.T.R.I.D. acquitte sur l'Euribor 3 mois une marge positive qui s'ajoute à la marge incluse dans les contrats d'emprunts (0,37 %).

Evaluation des risques

L'opération ne constitue pas une couverture contre le risque d'augmentation du taux de l'Euribor 3 mois, mais la recherche d'une réduction des frais financiers en tablant sur une courbe des taux d'intérêts majoritairement « normale » et un différentiel CMS 20 ans / CMS 2 ans supérieur à 1,01 sur l'ensemble de la période.

Les taux d'intérêts à long terme sont moins volatiles que les taux d'intérêt à court et moyen termes. Aussi, dans une période de hausse des taux d'intérêts le différentiel entre le CMS 20 ans et le CMS 2 ans risque de se réduire et inversement en période de baisse.

A titre d'illustration, dans le passé, de juin 1997 à décembre 2003, la moyenne du différentiel entre le CMS 20 ans et le CMS 2 ans s'est établie à 1,59 %. Seule la période comprise entre mai et novembre 2000 a enregistré un différentiel inférieur à 1,01 %. Ainsi, sur 27 échéances trimestrielles seules 3 échéances se seraient traduites par un accroissement des charges d'intérêts, toutes les autres auraient enregistrées une baisse des charges d'intérêts.

Pour la première échéance de ce contrat (période du 1^{er} février 2004 au 1^{er} mai 2004) les données sont les suivantes :

- Euribor 3 mois : 2,091 %,
- CMS 20 ans : 4,906 %,
- CMS 2 ans : 2,678 %.

Et, en reprenant la formule de synthèse de l'emprunt et du swap ces données conduisent à :

$$○ 2,091 \% + (2,02 \% + 0,37 \%) - 2 (4,906 \% - 2,678 \%) = \mathbf{0,025 \%}$$

à comparer à 2,461 % (Euribor 3 mois + 0,37 % de marge), taux que devrait payer le S.E.R.T.R.I.D. s'il n'avait pas souscrit cette opération, la réduction des frais financiers correspond à la différence de taux (2,436 %) appliquée sur le capital (9.870.960 €) pendant une période de 90 jours rapportée à une année conventionnelle de 360 jours soit 60.114,15 € par trimestre.

Conditions de dénouement

Comme toutes les opérations de marché, ce swap peut être dénoué à tout moment moyennant le règlement ou l'encaissement d'une soulte. La soulte est déterminée au jour du dénouement en fonction de la valeur de l'opération sur le marché. La valeur de l'opération dépend de l'évolution des conditions qui ont présidé à sa mise en place, c'est ainsi que si la situation aberrante qui a été observée (inversion de la courbe des taux à l'horizon de 12 ans) s'aggravait (inversion de la courbe des taux à l'horizon de 5 ans), le S.E.R.TR.I.D. devrait acquitter une soulte par contre, si elle s'améliorait (plus d'inversion de la courbe des taux), le S.E.R.TR.I.D. pourrait encaisser une soulte.

Le compte rendu d'évolution de cette opération sera intégré au rapport annuel présenté au comité syndical.

Il est demandé au comité syndical de :

PRENDRE ACTE du compte rendu de la délégation qu'il a consentie au Président.

Après avoir entendu les explications de M. le vice-président, le Comité Syndical, à
L'UNANIMITE :

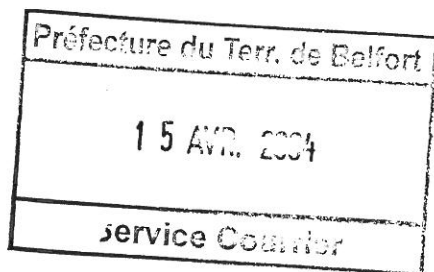
PREND ACTE du compte rendu de la délégation qu'il a consentie au Président.

Ainsi délibéré au siège administratif du S.E.R.TR.I.D., ladite délibération ayant été affichée,
par extrait, le 15 AVR. 2004, conformément au C.G.C.T.

Dépôt en préfecture le 15 AVR. 2004

POUR EXTRAIT CONFORME

Le vice-président du S.E.R.TR.I.D.



A handwritten signature in dark ink, consisting of a series of loops and strokes, enclosed within an oval shape.

Gérard GUYON