

## Le financement obligataire

Mots clés : obligations, financement, endettement, marché

**Objet** : présenter les principales caractéristiques du financement obligataire.

### 1. Présentation générale<sup>1</sup>

Le financement obligataire consiste pour une entreprise à emprunter à long terme en émettant des obligations.

Une obligation est un **titre de créance négociable** représentatif d'un **emprunt**<sup>2</sup>.

Les obligations confèrent à leurs titulaires les droits suivants :

- *les droits financiers* : droit pour le détenteur de percevoir un intérêt calculé sur le montant nominal de l'obligation, et droit d'obtenir le remboursement des obligations qui peut intervenir à une date d'échéance ou de façon anticipée. Ces droits pécuniaires sont déterminés par un contrat d'émission qui prévoit le taux d'intérêt servi, les modalités de remboursement et les garanties de l'émission (cf. infra).

- *le droit de cession et de nantissement* : en tant que titres négociables, les obligations peuvent être cédées ou données en gage par leur propriétaire.

- *le droit de représentation* : l'art **L. 228-46** du Code du commerce prévoit que les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en **une masse** qui jouit de la personnalité morale. En cas d'émissions successives, la société peut grouper en une masse unique les obligataires ayant des droits identiques, à condition que cela soit prévu dans le contrat d'émission. C'est l'assemblée générale des obligataires qui désigne les représentants de la masse.

- *le droit à l'information* : titulaires d'une simple créance sur la société, les obligataires ne sont pas admis individuellement à exercer un contrôle sur les opérations qu'elle réalise. Aussi, ils ne peuvent pas demander une communication des documents sociaux. En revanche, les représentants de la masse des obligataires ont le droit d'obtenir ces documents. De façon générale, le droit individuel à l'information du titulaire d'une obligation ne porte pas sur l'activité habituelle de la société mais plutôt sur l'activité des obligataires au sein de la société (communication du texte des résolutions proposées et des rapports présentés à l'assemblée générale des obligataires, aux procès-verbaux et aux feuilles de présence relatives à ces assemblées).

### 2. Émission des obligations

#### 2.1. Bénéficiaires et conditions d'émission

A l'origine, les émetteurs privilégiés d'obligations étaient les sociétés par actions (sociétés anonymes, sociétés en commandite par actions, sociétés par actions simplifiées). Par la suite, le privilège d'émission a été étendu aux Groupements d'Intérêt Économique (GIE) exclusivement composés de sociétés pouvant émettre des obligations, ainsi qu'aux associations exerçant une activité économique inscrites au registre du commerce. Enfin, l'ordonnance **n°2004-274** du 25 mars 2004 a modifié l'article **L. 223-11** du Code du commerce en offrant aux SARL la possibilité d'émettre des titres obligataires pour faciliter leur financement.

Pour pouvoir émettre un emprunt obligataire, les sociétés par actions doivent avoir entièrement libéré leur capital<sup>3</sup>. Avant la loi **2001-420** du 15 mai 2001, qui a modifié l'article **L 228-39** du code de commerce, ces sociétés devaient avoir au moins deux années d'existence et deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires. Depuis cette loi, celles qui

<sup>1</sup> Les obligations convertibles en actions sont présentées dans la fiche 325, les obligations à bons de souscription en actions dans la fiche 326 et les emprunts obligataires échangeables ou remboursables en actions dans la fiche 327.

<sup>2</sup> L'article L. 213-5 du Code monétaire et financier définit les obligations comme « des titres négociables qui, dans une même émission confèrent les mêmes droits de créances pour une même valeur nominale ».

<sup>3</sup> Le capital libéré correspond au capital souscrit par les actionnaires et **déjà versé à l'entreprise**.

n'ont pas établi deux bilans approuvés par leurs actionnaires sont autorisées à émettre des obligations à condition de faire procéder à une vérification de leur actif et de leur passif par un commissaire aux apports.

Les associations doivent pour leur part exercer depuis au moins deux ans une activité économique effective.

Quant aux SARL, seules celles qui sont tenues de désigner un commissaire aux comptes et dont les comptes des trois derniers exercices de douze mois ont été régulièrement approuvés par les associés peuvent émettre des obligations nominatives. En outre, le placement des titres ne peut pas se faire par appel public à l'épargne.

L'article **L. 228-40** du Code de commerce prévoit que le conseil d'administration, le directoire ou le gérant d'une SARL ont qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations sauf si les statuts prévoient que la décision d'émission appartient à l'assemblée générale, ou lorsque celle-ci décide elle-même de l'exercer. Par ailleurs, le conseil d'administration ou le directoire peuvent déléguer ce pouvoir à l'un de leur membre.

## 2.2. Le contrat d'émission

Le contrat d'émission prévoit le prix d'émission, la durée, le taux d'intérêt servi, les modalités de remboursement et les garanties de l'émission.

- *Le prix d'émission et de remboursement* : le prix d'émission est celui effectivement payé par le souscripteur. Il doit en principe correspondre à la valeur nominale de l'obligation (le pair) qui résulte d'une division entre le montant total de l'emprunt et le nombre de titres émis. Toutefois, en pratique, afin d'attirer les souscripteurs, l'émission peut être réalisée en dessous de la valeur nominale avec **une prime d'émission** (la prime d'émission correspond à la différence entre le prix d'émission et la valeur nominale de l'obligation). En outre, certains emprunts obligataires sont remboursés à un prix supérieur à leur valeur nominale avec **une prime de remboursement** (la prime de remboursement correspond à la différence entre le prix de remboursement et la valeur nominale).

- *La durée de l'emprunt et sa date de jouissance* : la durée d'un emprunt est la période qui sépare son émission de son remboursement. En pratique, la durée s'étale de cinq à trente ans. La date de jouissance est la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir. Elle peut coïncider avec la date de règlement qui est la date où les prêteurs versent les fonds prêtés.

- *Le taux d'intérêt nominal ou facial* : c'est le taux d'intérêt de l'emprunt fixé au moment de l'émission. Ce taux est appliqué à la valeur nominale de l'obligation pour déterminer le montant des intérêts annuels (coupon) que l'emprunteur doit verser au porteur de l'obligation. Ce taux d'intérêt servi aux obligataires est déterminé relativement librement dans le contrat d'émission. Il peut être **fixe**, ou **variable** en fonction de l'évolution d'un indice de référence pris le plus souvent sur un marché de taux d'intérêt. Plus précisément, le taux est qualifié de variable lorsque le montant du coupon n'est connu qu'à chaque date d'échéance de son versement en prenant la moyenne du taux de référence sur la période séparant deux échéances (coupons post-déterminés).

Il est à noter que le taux d'intérêt peut également être indexé sur n'importe quel indice ou prix, à condition qu'il soit clairement défini contractuellement. On parlera alors **d'obligations indexées**<sup>4</sup>.

Enfin, certaines obligations présentent des caractéristiques en matière de rémunération qui les distinguent des obligations « ordinaires » :

- les **obligations à coupon zéro** pour lesquelles aucun versement d'intérêts n'est effectué. En contrepartie, elles sont émises avec une très forte prime d'émission (cf. ci-dessus) et sont remboursées à l'échéance à leur valeur nominale majorée des intérêts capitalisés.

- les **obligations à coupon unique** pour lesquelles un seul coupon dont le montant est égal aux intérêts capitalisés est versé en une seule fois en même temps que le nominal, comme pour les obligations à coupon zéro.

- les **obligations participantes** qui donnent droit à un intérêt fixe auquel s'ajoute un intérêt supplémentaire dont le montant est calculé en fonction des bénéfices réalisés par la société.

- *Les modalités de remboursement* :

- *le remboursement in fine* : le remboursement de l'emprunt intervient en une seule fois à sa date d'échéance. Le paiement des intérêts a lieu tous les ans.
- *le remboursement par annuités constantes* : une annuité comprend à la fois le versement des intérêts de la dette et une part du principal. La somme des intérêts versés et du principal est identique chaque année. Au fur et à mesure des remboursements, le montant des intérêts versés diminue au profit du remboursement du principal.

<sup>4</sup> L'indexation peut également porter sur le montant du prêt obligataire à rembourser.

- *le remboursement par amortissement constant* : le principal est remboursé tous les ans d'un montant identique.

**Les emprunts obligataires à sorties optionnelles ou à fenêtres** sont généralement des emprunts de longue durée (18 ans) dont le remboursement s'effectue in fine. Ils sont émis avec des clauses d'options de remboursement anticipé (les fenêtres) : l'option est au gré du souscripteur avec une pénalité portant sur l'abandon d'une partie du dernier coupon venant à échéance à la date du remboursement anticipé ou l'option est au gré de l'émetteur avec une pénalité constituée par le paiement d'une prime de remboursement. Les pénalités sont calculées de telle sorte que les options ne sont exercées qu'en cas de variation significative des taux. Une clause de rachat en bourse avant l'échéance peut également être prévue dans le contrat.

- *Les garanties de l'émission* : l'art **L.228-77** du Code de commerce prévoit que la société émettrice peut constituer des sûretés pour la masse des obligataires. Ces sûretés peuvent être réelles (hypothèques sur les immeubles, nantissement du fonds commercial) ou personnelles (par exemple, la société mère si l'émission d'obligations est effectuée par une filiale).

- *Le taux de rendement actuariel (ou taux d'intérêt réellement perçu par l'investisseur)* : le taux nominal est en fait peu significatif, car il ne tient pas compte des autres facteurs qui affectent la rentabilité effective du placement pour l'investisseur (le coût total du prêt pour l'émetteur) : le décalage entre la date de règlement et la date de jouissance, la prime d'émission, la prime de remboursement, le différé d'amortissement, la périodicité. **Le taux de rendement actuariel** correspond au taux de rendement avant prélèvement fiscal au moment de l'émission. C'est le taux d'actualisation qui égalise le prix d'émission et la somme actualisée des intérêts versés et du prix de remboursement. Ce taux figure obligatoirement dans les brochures d'émission d'obligations.

### 3. Le marché obligataire

Les obligations peuvent être cotées ou non sur des marchés organisés. Les conditions d'accès au marché obligataire sont assez contraignantes : le montant minimum d'une émission doit être d'au moins 200 millions d'euros pour assurer une liquidité minimale<sup>5</sup> et donc une cotation des titres ; en outre, une information initiale (publicité faite au BALO par une notice et une note d'information visées par l'AMF) et régulière auprès des investisseurs sur les projets et les perspectives de l'entreprise doit être assurée. Compte tenu de ces conditions, les PME et même les grandes entreprises dont les besoins financiers ne se situent pas au niveau requis pour accéder au marché financier, ou qui demeurent ponctuels, ont recours à l'emprunt obligataire uniquement sous une forme de placement privé auprès d'un nombre très limité d'investisseurs. Aussi, le recours au marché obligataire concerne-t-il essentiellement les groupes de grande taille. Les obligations non cotées peuvent être négociables ou non cessibles. Si elles sont négociables, la négociation a lieu de gré à gré<sup>6</sup>.

#### 3.1. Le marché primaire et le marché secondaire

Le **marché primaire** désigne les émissions de nouvelles obligations, dont le placement auprès des investisseurs institutionnels et, éventuellement, des particuliers, est généralement assuré par un groupe de **banques** choisies par l'émetteur<sup>7</sup>.

Le **marché secondaire** désigne les transactions sur les obligations déjà émises. Elles sont cotées en pourcentage du nominal afin de pouvoir comparer les prix de marché d'obligations de nominal différent. Les négociations se font au comptant.

Les obligations à taux fixe sont cotées au pied du coupon (coupon couru non inclus). Les cours sont ainsi indépendants du coupon couru (qui reflète le montant de l'intérêt annuel déjà écoulé depuis le paiement du dernier coupon). Le coupon couru est calculé séparément<sup>8</sup> et il est lui aussi exprimé en pourcentage du nominal.

#### 3.2. Les risques rattachés aux obligations et leur prix

- *Le risque de marché ou risque de taux d'intérêt*

Le risque le plus significatif auquel les porteurs d'obligations sont confrontés est le risque de marché. En effet, les obligations à taux fixes sont particulièrement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Les cours de ces obligations

<sup>5</sup> Selon Vernimmen, Finance d'entreprises 2010

<sup>6</sup> Un marché de gré à gré est un marché sur lequel la transaction est conclue directement entre le vendeur et l'acheteur. Il s'oppose à un marché organisé où la transaction se fait en Bourse. Les opérations y sont souvent moins standardisées et moins normalisées ou dans un cadre réglementaire plus souple.

<sup>7</sup> L'émission d'obligation peut aussi se faire par adjudication pour les investisseurs importants. C'est le cas des obligations émises par l'État.

<sup>8</sup> En cas de vente de l'obligation, le montant du coupon couru versé au vendeur est fonction de la date de la transaction par rapport à la date de jouissance du coupon.

évoluent à l'inverse des taux d'intérêt. La hausse de ces derniers entraîne mécaniquement la baisse du cours d'une obligation cotée, leur baisse, a contrario, provoque une hausse des cours<sup>9</sup>.

Cela n'a pas d'importance si l'obligation est conservée jusqu'à son échéance puisqu'elle sera remboursée à sa valeur nominale. En revanche, si elle est vendue avant son échéance, une baisse de son prix se traduira par une perte de capital.

#### **- Le risque de défaillance (risque de défaut ou de crédit)**

Le risque de défaillance est le risque qu'un émetteur d'obligations manque à ses engagements, c'est-à-dire qu'il soit incapable de payer des intérêts en temps voulu, ou de rembourser le principal à l'échéance.

La valeur des obligations diminue lorsque le risque de défaillance de l'émetteur augmente. Inversement, le prix augmente si le risque de défaillance de l'émetteur baisse.

#### **- Le risque d'inflation**

L'inflation a un impact négatif sur le rendement d'un titre. En cas de forte inflation, les revenus perçus dans le cadre d'une émission à taux fixe ainsi que le remboursement du nominal à l'échéance risquent de se déprécier au cours du temps.

Pour se couvrir contre le risque d'inflation, il est possible d'investir dans des titres obligataires indexés sur un indice des prix.

#### **- Le risque de liquidité**

La liquidité représente la facilité avec laquelle il est possible d'acheter ou vendre un instrument financier au comptant sans causer de changement significatif dans son prix.

Si l'obligation est conservée jusqu'à son échéance, le risque de liquidité est nul. En revanche, si l'investisseur souhaite la vendre avant son échéance, une bonne liquidité du marché permet de réaliser l'opération dans des conditions favorables.

Les entreprises ont intérêt à ce que leurs titres se traitent sur un marché suffisamment liquide pour que, d'une part, les conditions qui leurs sont consenties à l'émission soient intéressantes (taux d'intérêt) et, d'autre part, que les investisseurs aient intérêt à souscrire à d'autres émissions<sup>10</sup>.

#### **- Le risque politique ou juridique**

Il s'agit du risque qu'un gouvernement (ou toute autre autorité compétente) impose de nouvelles restrictions fiscales ou juridiques sur des titres déjà acquis.

#### **- Le risque de force majeure**

Il s'agit de catastrophes naturelles ou industrielles, ou de changements majeurs dans la structure d'une entreprise: rachat, restructuration, etc. L'émetteur ou le marché n'en sont pas responsables, mais ces événements, s'ils sont suffisamment importants, peuvent affecter la capacité de l'émetteur à tenir ses engagements.

## **4. Émission obligataire conjointe**

Deux ou plusieurs sociétés peuvent émettre de façon conjointe un emprunt obligataire. Très souvent, les émissions sont réalisées par des groupements de sociétés pour l'émission d'emprunts obligataires. Ces groupements prennent normalement la forme de sociétés anonymes.

Les membres du groupement ne sont pas tenus solidairement. Toutefois, un système de couverture est mis en place pour garantir les obligataires.

---

<sup>9</sup> Le prix d'une obligation et son rendement sont inversement liés. Quand les taux montent, de nouvelles opportunités d'investissements sont possibles à des taux plus avantageux. Le cours de l'obligation va donc baisser de façon (elle est vendue) à ce que le taux de rendement offert par le titre égalise celui versé par les nouvelles émissions. Par exemple, prenons une obligation à échéance 10 ans avec un taux d'intérêt de 3 %. Si le taux passe à 5 %, le prix de l'obligation va perdre environ 17 % pour une durée de 8,5 (le titre s'apprécie de 8,5 % pour 100 bp de baisse de taux).

<sup>10</sup> Nyse Euronext lancera début 2011 la première plate-forme de négociations d'obligations d'entreprises en Europe. L'opérateur de marché transatlantique a obtenu le feu vert du Comité Cassiopée, créé fin avril pour mettre en œuvre ce type de plate-forme. L'un des principaux objectifs du projet de Cassiopée vise à rapprocher la négociation des obligations d'entreprises de celle des actions. Et d'améliorer ainsi la transparence et la liquidité du marché secondaire obligataire dont 90 % des transactions se font actuellement de gré à gré. Dans un rapport publié en décembre 2009, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) rappelait que les «plates-formes de négociation sont relativement peu développées en ce qui concerne le marché du crédit et sont fragmentées». La plate-forme de Nyse Euronext sera ouverte à toutes les institutions financières professionnelles autorisées en Europe pour la négociation d'obligations d'entreprises libellées en euros. Elle acceptera tous types d'obligations émises par les entreprises indépendamment de leur lieu d'origine et de leur nature juridique.

Les entreprises acceptées par le groupement (elles sont sélectionnées après avoir fait l'objet d'une analyse économique et financière détaillée) prennent une participation au capital. Le groupement facilite le financement de ses actionnaires en réalisant ses émissions d'obligations sur le marché financier français au meilleur coût et en répartissant le produit entre ces derniers sous forme de prêts.

Dans le cadre du plan gouvernemental de soutien au financement des PME, de nouvelles mesures pour mobiliser les marchés au service du financement des PME et ETI<sup>11</sup> ont été décidées en mars 2010. Ainsi, **OSEO** a annoncé qu'il apportait sa garantie à une émission groupée d'obligations d'une centaine de PME françaises, au travers du **GIAC** (Groupement des industries agricoles, alimentaires et de grande consommation)<sup>12</sup> afin de permettre la levée sur les marchés de 90 M€ pour les entreprises de ce groupement.

Le gouvernement a demandé à OSEO de participer avec MiddleNext<sup>13</sup>, le MEDEF et NYSE Euronext<sup>14</sup> à un travail de promotion de ces solutions de financement afin de faire émerger de nouveaux emprunts groupés. OSEO s'engage à favoriser les émissions obligataires groupées et plus généralement les « financements structurés » (titrisation) au profit des PME-ETI en prenant en garantie une partie des titres émis, via le fonds de garantie « financements structurés ».

## 5. Traitement comptable

Les emprunts obligataires dont le remboursement est assorti de primes d'émission ou de remboursement sont comptabilisés au crédit du compte 163 « Autres emprunts obligataires » pour leur valeur totale (primes incluses). La contrepartie de ces primes (différence entre le prix d'émission et la valeur de remboursement de l'emprunt) est enregistrée au débit du compte 169 « Primes de remboursement des obligations » qui figure en bas de l'actif dans un poste distinct.

Les primes de remboursement sont amorties sur la durée de l'emprunt soit au prorata des intérêts courus (amortissement dégressif) soit par fractions égales au prorata de la durée de l'emprunt quelle que soit la cadence de remboursement (amortissement linéaire). Toutefois, les primes afférentes à la fraction d'emprunts remboursée ne peuvent en aucun cas être maintenues au bilan. Ainsi, si les primes déjà remboursées sont plus importantes que l'amortissement pratiqué, un complément d'amortissement doit être effectué.

## 6. Références

Articles **L228-38** et suivant du Code de commerce  
Ordonnance n° **2004-604** du 24 juin 2004

LAMY, Droit du financement 2010  
DALLOZ, Ingénierie financière fiscale et juridique 2009-2010  
VERNIMMEN, Finance d'entreprise 2010  
FRANCIS LEFEBVRE, Mémento comptable 2010

---

<sup>11</sup> ETI : Entreprises de Taille Intermédiaire

<sup>12</sup> **Le GIAC est un groupement d'emprunts** dont l'objet est d'apporter une assistance financière aux entreprises françaises de taille intermédiaire. Il devient un acteur du plan gouvernemental de soutien aux PME.

<sup>13</sup> MiddleNext est l'association professionnelle française indépendante exclusivement représentative **des valeurs moyennes cotées**. Totalement indépendante, MiddleNext constitue une interface privilégiée entre les dirigeants d'entreprises cotées, les acteurs institutionnels, les pouvoirs publics et les instances européennes. MiddleNext est pleinement reconnue comme l'association de référence capable de défendre les intérêts des valeurs moyennes auprès des autorités boursières, des pouvoirs publics et également des instances européennes. L'action de MiddleNext est triple : - représenter et défendre les intérêts des valeurs moyennes auprès des autorités de tutelle boursière et des pouvoirs publics, - assurer la promotion des entreprises cotées qu'elle fédère et renforcer leur visibilité auprès des acteurs de la communauté financière, des investisseurs et des médias, - accompagner les dirigeants dans la maîtrise des techniques boursières essentielles à l'optimisation de leur cotation en Bourse.

<sup>14</sup> NYSE Euronext est aujourd'hui le premier groupe mondial de places boursières qui offre des services de cotation, négociation, vente de données de marché, logiciels et services technologiques.