

321

Le financement obligataire

MOTS CLÉS

obligations,
financement,
endettement,
marché

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE	2
2. ÉMISSION DES OBLIGATIONS	2
2.1. Bénéficiaires et conditions d'émission	2
2.2. Le contrat d'émission	3
2.3. Les obligations vertes	5
2.4. Le marché obligataire	5
2.5. Le marché primaire et le marché secondaire	5
2.6. Ouverture du marché obligataire aux PME-ETI	6
2.7. Les risques rattachés aux obligations et leur prix	7
3. ÉMISSION OBLIGATAIRE CONJOINTE	8

NB Pour en savoir plus sur les obligations convertibles en actions, voir la fiche 325
 Pour en savoir plus sur les obligations à bons de souscription en actions, voir la fiche 326
 Pour en savoir plus sur les obligations remboursables en actions (ORA) et les obligations échangeables en actions (OECA), voir la fiche 327

1. PRÉSENTATION GÉNÉRALE

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 emprunt¹.

Les obligations confèrent à leurs titulaires les droits suivants :

- **les droits financiers** : droits 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 de 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 civile. 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

À 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 de commerce. Enfin, l'ordonnance n° 2004-274 du 25 mars 2004 a modifié l'article L. 223-11 du Code de commerce en offrant aux SARL la possibilité d'émettre des titres obligataires pour faciliter leur financement.

1. 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 ».

Pour pouvoir émettre un emprunt obligataire, les sociétés par actions doivent avoir entièrement libéré leur capital². 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 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 ou valeur faciale) 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 (coupons) 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).

2. Le capital libéré correspond au capital souscrit par les actionnaires et **déjà versé à l'entreprise**.

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**³.

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.
 - *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 (entre 5 et 15 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. L'indexation peut également porter sur le montant du prêt obligataire à rembourser.

2.3. Les obligations vertes

Lancées en 2007, les obligations vertes connaissent une très forte croissance depuis 2013. Ce phénomène s'explique par un désir plus marqué par les investisseurs pour une finance éthique. En plein essor, les obligations vertes sont un levier important pour le financement de la transition énergétique et écologique. En 2020, le marché total de ces titres de dette a dépassé les 1 000 milliards de dollars. Il pourrait atteindre 2 000 milliards d'euros fin 2023.

Les obligations vertes (*Green Bonds*) sont des obligations émises sur les marchés financiers, par une entreprise ou une entité publique afin de financer des projets. Les projets financés permettent d'accélérer la transition écologique (énergies renouvelables, transport propre...), plus particulièrement les investissements en infrastructures. Le fonctionnement d'une obligation verte est similaire à celui d'une obligation classique. La différence avec une obligation classique réside dans l'obligation de fournir un compte rendu sur les projets qu'elle contribue à financer et sur le caractère vert des projets financés.

Le 24 janvier 2017, l'Agence France Trésor (AFT) a lancé la première obligation souveraine verte (OAT verte) d'une maturité de 22 ans pour un montant de 7 milliards d'euros.

2.4. Le marché obligataire

Les obligations peuvent être cotées ou non sur des marchés organisés. Les obligations non cotées peuvent être négociables ou non cessibles. Si elles sont négociables, la négociation a lieu de gré à gré⁴.

2.5. 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'émetteur⁵.

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 séparément⁶ et il est lui aussi exprimé en pourcentage du nominal.

4. 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.
5. L'émission d'obligation peut aussi se faire par adjudication pour les investisseurs importants. C'est le cas des obligations émises par l'État.
6. 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.

2.6. Ouverture du marché obligataire aux PME-ETI

Autrefois réservé aux groupes de grande taille, le marché s'est ouvert en 2012 aux PME-ETI sous deux formes :

– Le placement public via l'*Initial Bond Offering* (IBO)

Créé par Euronext en 2012 pour les PME-ETI cotées et non cotées, l'IBO est une procédure d'émission obligataire par offre au public développée afin de diversifier les sources de financement auprès d'investisseurs institutionnels mais également particuliers, tout en offrant une maturité souvent plus longue que le crédit bancaire et une absence de covenants. L'IBO exige la publication d'un prospectus agréé par l'AMF, la notation de l'entreprise émettrice par une agence accréditée par l'European Securities and Markets Authority (ESMA) et un montant minimal d'émission de 5M€ pour Euronext Growth et 10M€ pour Euronext.

Le seuil minimal pour émettre une obligation est ainsi passé de 200 millions d'euros à 5 millions d'euros.

– Le placement privé via les Euro PP ou les fonds de prêt à l'économie (*Nova/Novo/Novi*)

Depuis 2012, les PME peuvent également avoir recours au placement privé, leur permettant ainsi de lever des capitaux directement auprès d'un groupe limité d'investisseurs institutionnels (« Euro PP » – cf. fiche 333).

Les entreprises ont également la possibilité de recourir aux **fonds obligataires de prêt à l'économie**, créés à l'initiative de la Caisse des dépôts et consignations (CDC), avec l'appui du ministère des Finances et des Comptes publics, et du ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique et de la FFSA⁷. Rendus possible grâce à la réforme du Code des assurances en 2012⁸, ces fonds, levés auprès de la CDC et de divers partenaires institutionnels, sont gérés par des sociétés de gestion chargées de sélectionner les PME-ETI bénéficiaires du dispositif. Après les fonds **Nova** créés en 2012 sur 5 ans pour 161,5 millions d'euros, les fonds **Novo** furent lancés en 2013 sur 10 ans pour 1 milliard d'euros. Forts de leur succès, ces derniers ont ainsi été levés auprès de 25 investisseurs dont 19 assureurs⁹ et ont bénéficié en 2015 d'une rallonge de capitaux levés de 405 millions d'euros. En 2021, les fonds NOVO sont dotés de 1,42 Md€.

Enfin, en 2015, les fonds **Novi** ont été créés pour une enveloppe de 580 millions d'euros sur 21 ans à destination de PME-ETI cotées ou non cotées. Alors que les fonds Nova et Novo proposaient respectivement un financement par fonds propres et par prêts, cette nouvelle initiative offre désormais un financement multiforme aux PME-ETI (fonds propres, obligations et/ou prêts).

D'autres initiatives se développent telles que le « **Fonds Emplois Durables PME** » lancé en février 2016 par l'AG2R La Mondiale et Klesia. **Ce fonds de 210 millions d'euros** a pour vocation de financer en dette ou en fonds propres des entreprises créatrices d'emplois durables et dotées d'une approche ISR (investissement socialement responsable) et environnementale.

7. Fédération française des sociétés d'assurance.

8. Décret [2013-717](#) permettant aux organismes d'assurances d'octroyer des prêts aux entreprises dans la limite de 5 % de leurs engagements réglementés.

9. <http://www.argusdelassurance.com/institutions/financement-des-pme-eti-les-assureurs-reinvestissent-dans-les-fonds-novo.105366>.

2.7. 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 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 cours¹⁰.

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 leur sont consenties à l'émission soient intéressantes (taux d'intérêt) et, d'autre part, que les investisseurs aient intérêt à souscrire à d'autres émissions¹¹.

10. 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 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).*

11. NYSE Euronext a lancé en juillet 2011 la première plateforme de négociations d'obligations d'entreprises en Europe dénommée « BondMatch », à la suite du Comité Cassiopée afin de rapprocher la négociation des obligations d'entreprises de celle des actions pour améliorer ainsi la transparence et la liquidité du marché secondaire obligataire dont 90% des transactions se font actuellement de gré à gré. La plateforme de NYSE Euronext est ouverte à toutes les institutions financières professionnelles autorisées en Europe pour la négociation d'obligations d'entreprises libellées en euros. Elle accepte tous types d'obligations émises par les entreprises indépendamment de leur lieu d'origine et de leur nature juridique.

– 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.

– Le risque de change

Le risque de change d'un actif est le risque lié à la position d'une devise par rapport à une autre. Comme tout investissement en devise étrangère, le rendement dépendra du taux de la devise. Si cette dernière est plus forte à l'échéance de l'obligation, le remboursement sera supérieur au montant investi (et vice-versa).

3. 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.

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 ont été décidées en mars 2010 avec notamment la création d'un Observatoire du financement des entreprises par le marché.

RÉFÉRENCES

- Articles [L228-38](#) et suivant du Code de commerce
- Ordonnance n° [2004-604](#) du 24 juin 2004
- Décret [2013-717](#) du Code des assurances du 2 août 2012
- Rapport annuel 2019 de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché
- www.argusdelassurance.com; www.ffsa.fr; www.agefi.fr
- VERNIMMEN, Finance d'entreprise 2021
- FRANCIS LEFEBVRE, Mémento comptable 2016
- [Obligation verte](#)