

Fondements de Finance

Programme Grande Ecole – Master In Management

Chapitre 11. : Le financement à long terme de l'entreprise

Cours proposé par
Fahmi Ben Abdelkader ©

Version professeur

1

Le financement par actions

Le financement par action des sociétés non cotées
L'introduction en bourse
L'augmentation du capital des entreprises cotées

2

Le financement obligataire

Les obligations privées
Les obligations souveraines
Les clauses de sauvegarde
Les titres hybrides

Votre jeune entreprise connaît du succès, mais il faut financer sa croissance...

Capital investissement – *Private equity*

Apporter des capitaux propres à une entreprise non cotée

- ➡ Les investisseurs en *private equity* prennent le risque de confier leurs fonds à une entreprise peu connue et souvent jeune
- ➡ Le Business Plan : détaille la stratégie envisagée, le marché, les produits et les avantages comparatifs de l'entreprise

**Quelles sont les sources de financement d'une entreprise non cotées?
Et qui sont les investisseurs en *private equity*?**

Quelles sources de financement pour une entreprise non cotées?

Les *Business Angels*

Des particuliers fortunés qui généralement connaissent bien le secteur d'activité dans lequel ils investissent

Ils apportent leur expérience et leur réseau de contacts, mais influencent notablement la gestion de l'entreprise

Les fonds de capital-investissement (fonds de *private equity*)

Le capital-risque – *venture capital firm*

Un fonds qui collecte des capitaux pour investir dans la création ou le développement de petites entreprises à fort potentiel de croissance

En investissant simultanément dans plusieurs projets, il offre aux associés (*venture capitalists*) une diversification dont ils ne pourraient pas bénéficier en étant individuellement *business angels*

Le capital-développement

Prends le relais du capital-risque après la première phase de croissance de l'entreprise

Le capital-transmission

Facilite les opérations de consolidation du capital et de modification de l'actionnariat

Leveraged Buy-Out (LBO) ; *Public to Private* (P2P)

Quelles sources de financement pour une entreprise non cotées?

Tab. 23.1 - B&DM FE – p.881 : principaux fonds de *private equity* en 2009

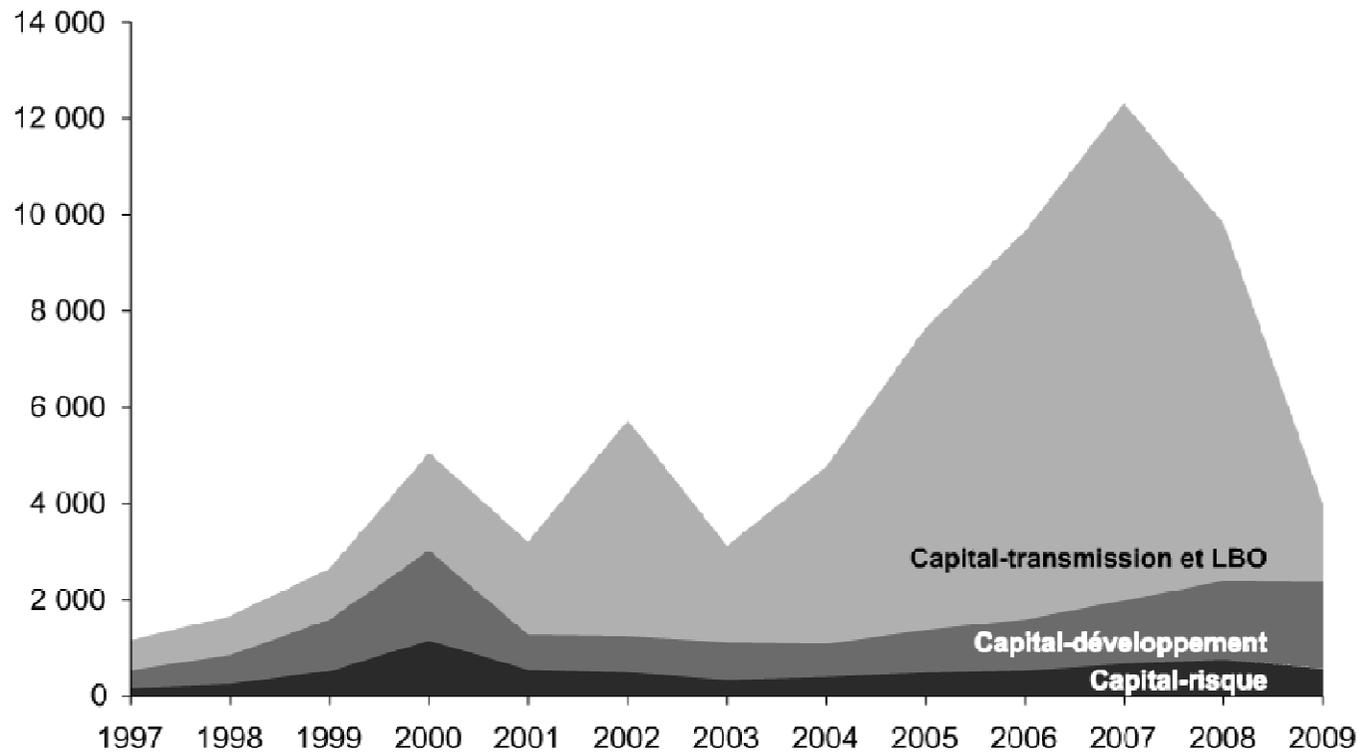
		Siège social	Capitaux levés de 2004 à 2009 (en millions de dollars)
1	TPG	Fort Worth	52 352
2	Goldman Sachs PIA	New York	48 993
3	Carlyle	Washington DC	47 732
4	Kohlberg Kravis Roberts (KKR)	New York	40 460
5	Apollo Global Management	New York	35 183
6	Bain Capital	Boston	34 949
7	CVC Capital Partners	London	33 726
8	Blackstone	New York	30 800
...
25	PAI Partners	Paris	11 504
...
35	AXA Private Equity	Paris	9 368

Source : Private Equity International, www.peimedia.com/pei300.

Quelles sources de financement pour une entreprise non cotées?

Fig. 23.1 - B&DM FE – p.882 : Le capital-investissement (*private equity*) en France depuis 1997

Montant des opérations
(en millions d'euros)



Le montant total des opérations de capital-investissement réalisées en France suit les cycles macroéconomiques. La crise financière de 2008 a provoqué une quasi-disparition des LBO.

Source : rapports annuels de l'AFIC.

Quelles sources de financement pour une entreprise non cotées?

Les investisseurs institutionnels

Les fonds de pension, les sociétés d'assurances, universités, etc.

Investissent via un fonds de *private equity* ou directement en prenant une participation dans le capital de l'entreprise cible

Les entreprises – *Corporate Investors*

Des entreprises créent un fonds de prise de participation pour investir dans de petites entreprises prometteuses

Objectifs de rentabilité mais aussi **stratégiques**: bénéficier de synergies, partager une base clients, obtenir l'utilisation exclusive d'une technologie, etc.

Exemples: France Telecom via Innovacom dans Lastminute.com ; Microsoft dans Facebook (240 millions \$) ; Daimler dans Tesla (50 millions \$)

Les incubateurs

Des pépinières d'entreprises soutenus par l'Etat, les régions ou des centres de recherche pour favoriser les entreprises de nouvelles technologies

En France, entre 2000 et 2010, ces pépinières ont permis la création de plus de 1000 entreprises innovantes

L'ouverture du capital, quels avantages et inconvénients pour le fondateur?

Tab. 23.2 - B&DM FE – p.884 : Tours de table et capitaux levés par RealNetworks

	Date	Actions émises (en millions)	Prix d'une action (en dollars)	Fonds levés (en millions de dollars)	Valorisation <i>post-money</i> (en millions de dollars)	Part du fondateur
Fondation de l'entreprise	1993	13,71	0,07	1,0	1,0	100 %
1 Entrée au capital d'un <i>business angel</i>	Avril 1995	2,69	0,67	1,8	11,0	84 %
2 Entrée d'un fonds de <i>private equity</i>	Oct. 1995	2,90	1,96	5,7	37,8	71 %
3 Entrée d'un fonds de <i>private equity</i>	Nov. 1996	2,38	7,53	17,9	163,3	63 %
4 Entrée d'une entreprise (Microsoft)	Juill. 1997	3,34	8,99	30,0	224,9	55 %
Après les 4 tours de table		25,02	8,99	56,4	224,9	55 %

➔ La part du fondateur dans le capital a été diluée mais levée de fonds importante et valeur des actions en croissance

Comment sortir du capital d'une entreprise non cotée?

Il n'est pas possible de revendre ses actions librement + pas de prix de marché des actions

- ➔ Trouver un investisseur désireux d'acheter les parts => négociation privée du prix
- ➔ Trouver une entreprise disposée à racheter l'entreprise non cotée
- ➔ Introduire l'entreprise en bourse

Pourquoi s'introduire en bourse?

L'introduction en bourse – *Initial Public Offering (IPO)*

Consiste pour une société à émettre des actions en faisant pour la première fois **appel public à l'épargne** et à procéder à l'admission des actions à la cote sur un marché organisé et réglementé

Avantages

- ➔ Favorise la liquidité des titres
- ➔ Facilite la levée de nouveaux capitaux
- ➔ Une plus grande notoriété pour l'entreprise

Inconvénients

- ➔ Opération complexe, longue, elle implique plusieurs acteurs ... et donc **coûteuse**
- ➔ **Dispersion de l'actionariat** = dilution du pouvoir entre les mains d'actionnaires nombreux et moins impliqués dans la surveillance de la gestion de l'entreprise
- ➔ Répondre aux exigences légales et réglementaires : obligation de transparence et de communication financière

Pourquoi s'introduire en bourse?

Tab. 23.3 - B&DM FE – p.886 : Principales introductions en bourse sur Euronext Paris depuis 2006

	Année d'introduction	Type d'introduction*	Actions après introduction (en millions)	Actions offertes lors de l'introduction (en millions)	Prix d'introduction (en euros)	Capitaux levés (en millions d'euros)	
1	Natixis	2006	PG / OPO	1 218	216	19,6	4 220
2	ADP	2006	PG / OPO	97	25	45 / 44	1 191
3	Bureau Veritas	2007	PG / OPO	120	29	37,8	1 078
4	Rexel	2007	PG / OPO	256	62	16,5	1 056
5	Neuf Cegetel	2006	PG / OPO	202	41	22,1	911
6	Legrand	2006	PG / OPO	267	44	19,8	863
7	CFAO	2009	PG / OPO	62	31	26,0	806
8	Icade	2006	PG / OPO	89	22	27,9	615
9	EDF Énergies Nouvelles	2006	PG / OPO	60	12	28,0	340
10	Medica	2010	PG / OPO	48	20	13,0	275

* OPO : offre à prix ouvert ; OPF : offre à prix fixe ; OPM : offre à prix minimum ; PG : placement global.

Source : Euronext.

Le processus d'introduction en bourse

Quelle(s) banque(s) choisir?

L'introduction est conduite souvent par plusieurs banques qui constituent un **syndicat bancaire**

L'opération est menée par l'une des banques du syndicat : **chef de file** (*Lead underwriter* ou *Lead manager*)

- ➔ Préparation et coordination du placement : définir les caractéristiques techniques et rédiger les documents nécessaires aux autorités de marché et aux investisseurs + **détermination du prix de vente**
- ➔ Teneurs de livre (*book-runners*) : enregistrer les ordres des investisseurs
- ➔ Tentent de susciter l'intérêt des investisseurs et placent une partie des titres

Tab. 23.4 - B&DM FE – p.887 : Classement des banques introductrices (Europe, 1^{er} semestre 2010)

		Parts de marché des introductions en Bourse	Montant total des opérations (en millions d'euros)	Nombre d'opérations
1	J.P. Morgan	22 %	4 185	15
2	Morgan Stanley	12 %	2 301	8
3	Goldman Sachs	11 %	2 209	8
4	Deutsche Bank	11 %	2 166	4
5	Crédit Suisse	11 %	2 152	10
6	UBS	7 %	1 408	7

Source : Thomson Reuters.

Le processus d'introduction en bourse

Quelles sont les démarches préalables à effectuer ?

L'introduction en bourse exige le respect de certaines conditions ... le **cas d'Euronext** :

- ➡ 3 années de comptes (aux normes IFRS) audités
- ➡ Diffusion minimale de 25% du capital dans le public
- ➡ Respect d'un calendrier stricte de publication d'informations (trimestrielles et semestrielles)

Euronext recommande un chiffre d'affaire supérieur à 30 millions € mais aucune obligation en termes de résultat ...

L'Eurolist est composé de trois compartiments selon la capitalisation boursière :

Compartiment A : cap > 1 milliard €

Compartiment B : 150 millions € < cap < 1 milliard €

Compartiment C : cap < 150 millions €

L'Autorité des marchés financiers (AMF) - La **Securities and Exchange Commission (SEC)**

Exige des informations détaillées à fournir dans un document de base à déposer à l'AMF et sous forme résumé dans le **prospectus d'introduction** en Bourse (diffusé aux investisseurs)

Objectif : éviter les fraudes et les abus de la part d'entreprises ou de dirigeants



Société anonyme au capital de 812 900 000 euros

Siège social :

22-30, avenue de Wagram 75382 Paris Cedex 08 552 081 317 R.C.S. Paris

NOTE D'OPERATION

Mise à la disposition du public à l'occasion :

- du placement, dans le cadre d'une offre à prix ouvert auprès du public en France et d'un placement global garanti auprès d'investisseurs institutionnels en France et hors de France, et auprès du public au Japon, d'un maximum de 237 590 000 actions nouvelles émises par augmentation de capital en espèces par appel public à l'épargne (en ce compris un nombre maximum de 30 990 000 actions nouvelles supplémentaires susceptibles d'être émises au titre d'une option de sur-allocation) ;
- de l'admission aux négociations sur l'Eurolist d'Euronext Paris de la totalité des actions composant le capital d'EDF à la date de la présente note d'opération et de l'ensemble des actions nouvelles à émettre dans le cadre de l'offre à prix ouvert et du placement global garanti.

Une notice légale sera publiée au Bulletin des annonces légales obligatoires du mercredi 2 novembre 2005.

Fourchette de prix indicative applicable au placement global garanti : entre 29,50 euros et 34,10 euros par action.

Le prix de l'offre à prix ouvert bénéficiera d'une réduction de 1,00 euro par rapport au prix du placement global garanti.

Fourchette de prix indicative applicable à l'offre à prix ouvert : entre 28,50 euros et 33,10 euros par action.



En application des articles L. 412-1 et L. 621-8 du Code monétaire et financier et de son règlement général, notamment de ses articles 211-1 à 216-1, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n° 05-742 en date du 27 octobre 2005 sur le présent prospectus.

Ce prospectus a été établi par l'émetteur et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-1 du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Le prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers est constitué :

— du Document de Base enregistré par l'AMF le 13 juillet 2005 sous le numéro I. 05-107, avec avertissement :

- Les Commissaires aux comptes ont formulé, dans le cadre de leur rapport sur les comptes consolidés clos au 31 décembre 2004, les observations relatives :
 - aux notes 1.20, 26 et 27 de l'annexe concernant l'évaluation des provisions liées à la production nucléaire,
 - aux notes 1.21, 2.3 et 28 de l'annexe concernant la réforme du financement du régime spécial de retraite des Industries Electriques et Gazières, pour EDF.

— de l'actualisation du Document de Base déposée auprès de l'AMF le 23 septembre 2005 sous le numéro D. 05-1005-A01, et

— de la présente note d'opération (qui contient le résumé du prospectus).

Des exemplaires du présent prospectus sont disponibles sans frais auprès d'EDF 22-30 avenue de Wagram — 75382 Paris Cedex 08, et sur son site Internet (<http://www.edf.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>) et auprès des établissements financiers introducteurs.



Quelle procédure d'introduction en Bourse?

Le placement global ou placement garanti (PG)

Réservé aux investisseurs institutionnels

- ➔ La banque introductrice tient un livre d'ordre (book-building) : enregistre les intentions de souscription (quantité et prix souhaités) => sert de base pour fixer le prix de l'action
- ➔ Choisir certains des futurs actionnaires

L'offre à prix ouvert (OPO)

Consiste à ne pas fixer le prix d'introduction et à proposer une fourchette de prix indicative

- ➔ Les investisseurs intéressés proposent des quantités et des prix
- ➔ Le prix est fixée par l'entreprise et la banque introductrice après collecte de tous les ordres d'achat

L'offre à prix minimal (OPM)

L'entreprise annonce un prix minimal. Le prix est ensuite fixé par l'entreprise en coordination avec Euronext en fonction des ordres des investisseurs

L'offre à prix ferme (OPF)

Le prix d'achat est fixé à l'avance, unilatéralement, par l'entreprise. En cas d'excès de demande, la répartition des titres s'effectue au *pro rata* de leur demande.

Quelle procédure d'introduction en Bourse?

L'offre à prix ouvert (OPO) : l'exemple de Suez Environnement

Suez environnement souhaite procéder à son introduction en Bourse. La technique conseillée par la banque introductrice est celle de l'offre à prix ouvert. L'entreprise espère placer 500 000 titres. À la fin de la période de souscription, la banque a collecté les ordres d'achat suivants:

Prix en euros	Nombre de titres demandés
8,00	25 000
7,75	100 000
7,50	75 000
7,25	150 000
7,00	150 000
6,75	275 000
6,50	125 000

A quel prix les actions seront-elles introduites?

➔

Prix en euros	Nombre de titres demandés
8,00	25 000
7,75	125 000
7,50	200 000
7,25	350 000
7,00	500 000
6,75	775 000
6,50	900 000

Tous les investisseurs ayant soumis un ordre d'achat à un prix supérieur à 7€ seront servis à 100% de la quantité de titres demandée, pour un prix unique de 7€ par action.

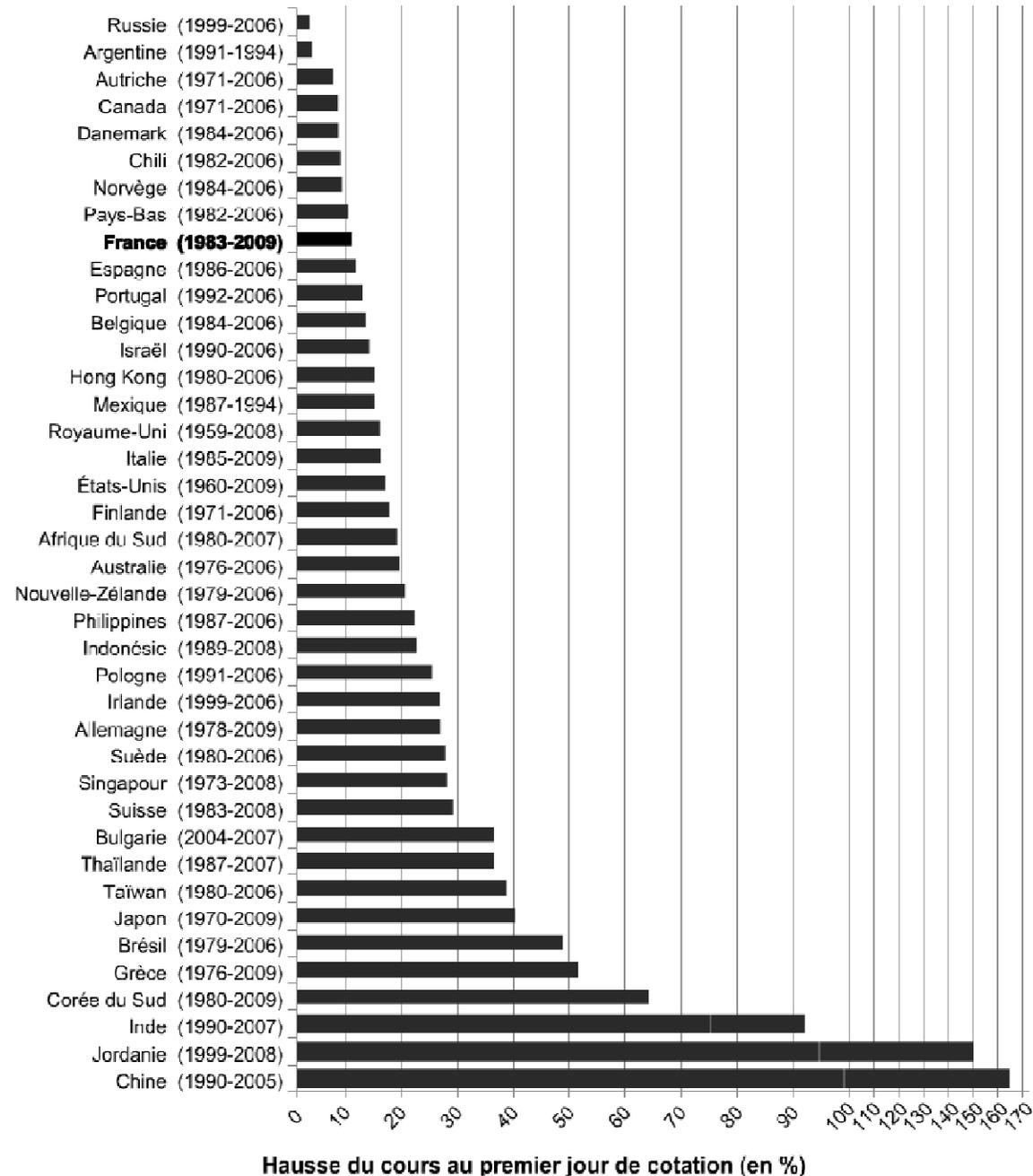
Comment estimer la valeur de l'entreprise?

➔ Calculer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs (DCF)

Démarche?

1. Première estimation de la valeur de l'entreprise
2. **Road Show** - Soumission pour avis aux investisseurs institutionnels (réunions de présentations aux analystes et investisseurs)
3. *Book-building* : enregistrement des intentions d'achat
4. Ajustement du prix d'introduction en fonction du road show et du book-building

Fig. 23.3 –p.897 : comparaison internationale des performances des actions lors de leur premier jour de cotation



La sous-évaluation du prix d'introduction

En moyenne, les entreprises sont introduites en Bourse à un prix sous-évalué

Qui bénéficie de cette décote?

Les banques introductrices : elles s'arrangent pour fixer le prix de façon à entraîner une hausse le premier jour et éviter le risque de se retrouver avec des actions non placées

Les investisseurs: qui bénéficient de l'augmentation de la valeur de l'action

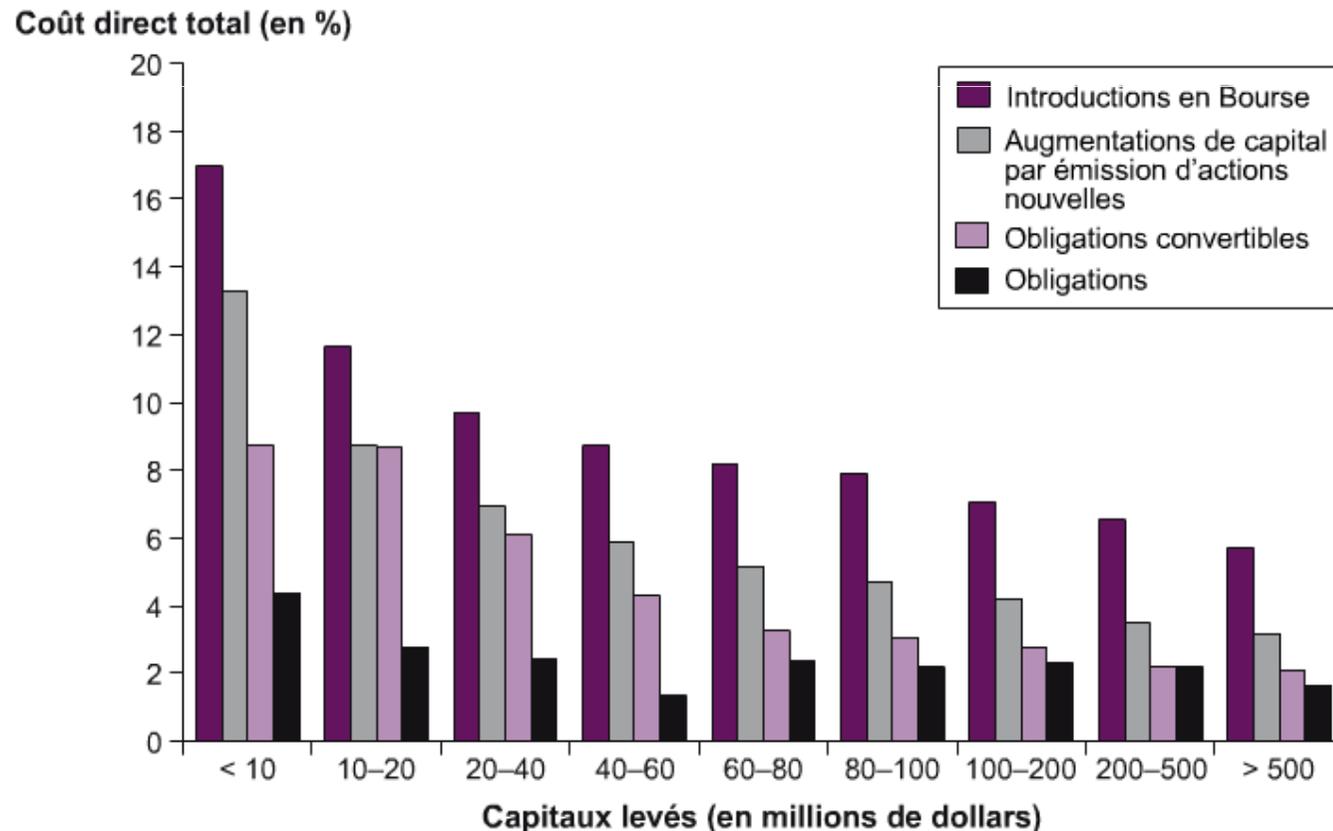
Cette décote est en revanche un manque à gagner pour l'entreprise émettrice

La hausse du titre le premier jour traduit le succès de l'introduction

Le coût d'une introduction en Bourse

L'introduction en Bourse est le moyen le plus cher pour obtenir des capitaux

Fig. 23.5 - B&DM FE – p.900 : Coûts directs liés à l'émission de titres aux Etats-Unis (coût comprend frais bancaires, juridiques et d'audit)



La marge moyenne des banques introductrices est comprise entre 5% et 10% des capitaux levés

L'augmentation de capital des entreprises cotées: lever des fonds pour financer sa croissance

L'augmentation de capital ou *Seasoned Equity Offering* (SEO)

Consiste pour l'entreprise à émettre sur le marché des actions nouvelles

À la différence de l'introduction en Bourse, il existe un prix de marché pour les actions

Moins couteuse que l'introduction en Bourse, entre 4 et 5% des capitaux levés

Deux types d'émissions :

1. Émission simple (*Cash Offer*)
2. Emission avec droit de souscription préférentiel (DPS): les anciens actionnaires peuvent **souscrire de manière privilégiée** aux nouveaux titres

L'augmentation de capital simple: sans droit préférentiel

L'augmentation de capital simple

L'opération est simple: l'entreprise annonce la quantité et le prix des actions nouvelles et les investisseurs transmettent leurs ordres d'achat à la banque chargée de coordonner l'opération

Le plus souvent via un placement global couplé à une OPO

A quel prix vendre les actions nouvelles?

Il faut que le prix soit fixe pendant toute la durée du placement des titres (garantir l'équité entre les investisseurs)

Il faut que le prix soit proche du prix du marché, tout en lui étant inférieur

➡ **Un prix inadapté peut conduire à une perte de valeur pour les actionnaires actuels**

L'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription

L'augmentation de capital avec DPS

L'entreprise distribue à chacun de ses anciens actionnaires un droit préférentiel de souscription **gratuitement** pour **chaque action détenue**

Cette technique préserve les actionnaires existants d'une possible sous-évaluation des actions après l'émission de nouvelles actions

Que se passe-t-il si les anciens actionnaires décident de ne pas participer à l'augmentation du capital?

Il est possible pour un actionnaire existant de revendre son droit préférentiel sur le marché des options

Le DPS « vaut de l'argent »: sans lui, il n'est pas possible de participer à l'augmentation de capital

➡ Son prix est fixé sur le marché des options

Le financement obligataire

Les obligations privées

Les obligations souveraines

Les clauses de sauvegarde

Les titres hybrides

Préambule

Les fonds de *private equity* rachètent des entreprises à fort potentiel de croissance non cotées en Bourse et financent ce rachat grâce à de la dette (LBO).

Le recours à l'endettement joue un effet de levier qui améliore la rentabilité, au prix d'une augmentation des risques financiers supportés par l'entreprise rachetée et le fonds de *private equity*.

Grâce à l'environnement macroéconomique favorable entre 2003 et 2008 (taux d'intérêt faibles, primes de risques peu élevées, crédits facilement octroyés par les banques), les fonds de *private equity* ont racheté des centaines d'entreprises (Chrysler, RJR Nabisco, Picard, Orangina...)

Au-delà des fonds de *private equity*, toutes les entreprises utilisent l'endettement à moyen ou long terme pour financer leurs projets d'investissement, ainsi que les États et les collectivités territoriales.

L'exemple de Renault

TABLEAU 24.1
Caractéristiques d'une émission obligataire de Renault

Lieu de l'émission	Obligations étrangères émises au Luxembourg
Marché secondaire	<i>Luxembourg Stock Exchange</i>
Montant et monnaie d'émission	500 millions d'euros
Valeur à l'émission	99,387 %
Valeur nominale	50 000 €
Date d'émission	24 mai 2006
Date d'échéance	24 mai 2013
Coupon	4,375 % fixe, coupon annuel
Valeur de remboursement	100 %
Garanties	Dettes senior sans collatéral
Note des obligations (LT)	BBB + (S&P et Fitch), Baa1 (Moody's), perspective stable pour les trois agences
Clauses de sauvegarde	<i>Cross default, negative pledge</i> , engagement de ne pas faire (restrictions sur les activités)
Teneurs du livre	J.P. Morgan Chase, Société Générale

Le placement des obligations privées

Placement privé : pas d'appel public à l'épargne ; les titres sont intégralement placés auprès d'un petit groupe d'investisseurs, réputés « qualifiés ».

Les formalités sont peu contraignantes et peu coûteuses (pas de frais d'enregistrement auprès des autorités de place).

Émission publique : publication d'un prospectus d'émission, visé par l'AMF, détaillant les éléments pertinents relatifs à cette émission : caractéristiques techniques des titres, facteurs de risque, modalités de rémunération des créanciers, etc.

Obligations seniors et obligations juniors

Hiérarchie entre les créanciers de la société, définie par leur **rang de priorité** (ou de séniorité)

C'est l'ordre dans lequel ils seront remboursés en cas de faillite de l'émetteur.

dette senior, dette mezzanine, dette junior / subordonnée.

En échange du risque accru pris par les créanciers juniors, ces derniers bénéficient d'une rémunération plus attractive.

Obligations domestiques, étrangères et internationales

Obligations domestiques : émises par une entreprise dans le pays où elle est basée et libellées dans la devise locale, mais potentiellement achetées par des investisseurs étrangers à ce pays.

Obligations étrangères : émises par une entreprise dans un pays qui lui est étranger, dans la devise et à destination des investisseurs de ce pays.

Euro-obligations : obligations internationales, libellées dans une monnaie différente du pays dans lequel elles sont émises (et qui peut également être différente de la nationalité de l'émetteur).

Obligations globales : combinent certaines caractéristiques des trois types

Titrisation et *Asset-Backed Securities*

La **titrisation** transforme des actifs en titres financiers susceptibles d'être achetés ou vendus sur un marché financier.

Ces titres sont adossés aux actifs sous-jacents, d'où leur nom : **titres adossés à des actifs** ou, en anglais, ***Asset-Backed Securities (ABS)***.

Les actifs les plus fréquemment utilisés pour créer de tels ABS sont des crédits hypothécaires souscrits par des ménages américains : on parle dans ce cas de *Mortgage-Backed Securities*.

Crédits subprime, CDO et crise financière

Pourquoi les banques prêtaient-elles aussi facilement aux **emprunteurs** « **subprime** » ? Tout simplement parce que, grâce à la titrisation, elles pouvaient transformer les crédits risqués en *Mortgage-Backed Securities*, susceptibles d'être vendues sur les marchés financiers.

Grâce à ces opérations, les banques ont ainsi pu faire supporter une grande partie des risques qu'elles prenaient à d'autres agents.

Plusieurs milliers de crédits *subprime* étaient assemblés en un MBS (**pooling**), puis le produit était découpé en plusieurs tranches de séniorités différentes (**tranching**). Il était ainsi possible de créer des tranches moins risquées que les crédits de départ.

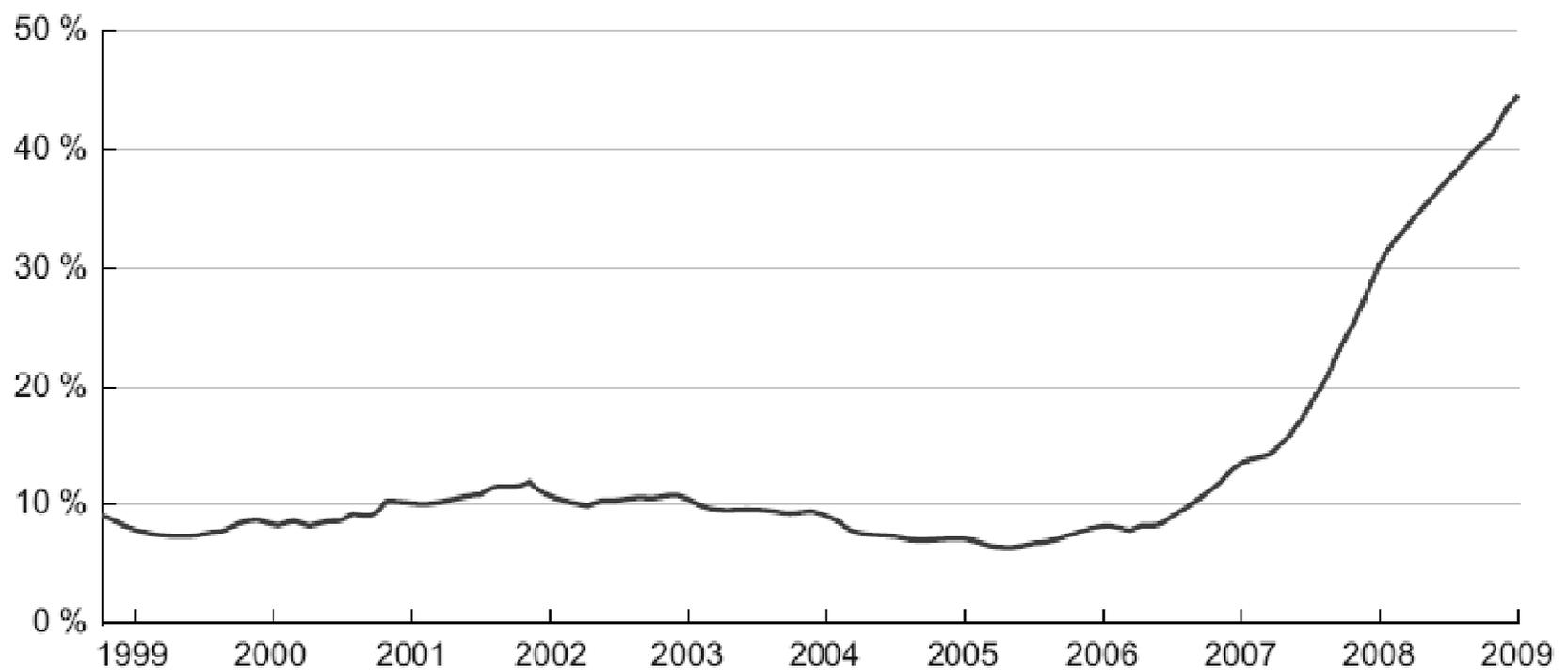
La tranche de séniorité maximale, remboursée priori-tairement, était ainsi exposée à un risque réduit : les détenteurs de cette tranche ne subissaient leurs premières pertes éventuelles qu'après que les détenteurs des autres tranches eurent tout perdu.

Pour diluer le risque des tranches junior, les banques ont ajouté une couche de titrisation fonctionnant sur le même principe pour créer des CDO.

Crédits subprime, CDO et crise financière

Figure 24.2 – Taux de défaillance sur les crédits *subprime*

Taux de défaillance (retard de plus de 60 jours)



Les obligations souveraines

Dette souveraine domestique : capitaux empruntés en monnaie domestique

Dette souveraine externe : capitaux empruntés en monnaie étrangère (risque de change...)
En particulier dans les pays émergents

Un marché en expansion constante, « grâce » à l'explosion des déficits publics

En France, la dette publique s'élevait en 2009 à 78,1 % du PIB, soit 1 490 milliards d'euros.

Caractéristiques des obligations émises par l'État français

TABLEAU 24.2

Les titres de dette publique française

Titre	Intérêts	Maturité	Encours (en milliards d'euros)	
			Fin 2000	Fin 2009
Bon du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF)	Intérêts précomptés	Inférieure à 1 an	43	214
Bon du Trésor à intérêts annuels (BTAN)	Intérêts annuels postcomptés	2 et 5 ans	154	215
Obligation assimilable du Trésor (OAT)	Intérêts annuels postcomptés	7 à 50 ans	419	719

Source : Agence France Trésor.

Les obligations assimilables du Trésor

Équivalent des *T-bonds* américains

Durées initiales : comprises entre 7 et 50 ans (durée de référence : 10 ans)

Coupons :

OAT « classiques » à taux fixe

OAT à taux variable (OAT TEC 10)

OAT indexé sur l'inflation (OAT i ou OAT $€i$).

Mécanisme de l'**assimilation** :

l'AFT émet périodiquement de nouvelles obligations présentant des caractéristiques identiques (maturité résiduelle, coupon,...) aux OAT déjà sur le marché.

Une seule ligne d'OAT subsiste donc, les nouvelles obligations étant assimilées aux anciennes, et cette ligne bénéficie d'une liquidité accrue.

Le placement des titres par l'Agence France Trésor

Adjudications régulières (2 ou 4 fois par mois)

Enchères « à la hollandaise » (ou « au prix demandé » ou « à prix multiples ») : les offres dont les prix sont les plus élevés sont servies en premier, puis celles de prix plus faible, jusqu'à placer tous les titres proposés à la vente.

Les acheteurs de titres de dette publique sur le marché primaire paient donc des prix différents, correspondant exactement à ceux qu'ils ont demandés.

Cela permet à l'État de payer le taux d'intérêt le plus faible possible sur sa dette.

Les **spécialistes en valeurs du Trésor**, ou SVT sont des banques (de réseau ou spécialisées) qui conseillent l'Agence France Trésor ; ils sont une vingtaine.

Les SVT doivent informer l'AFT sur la demande qu'ils anticipent pour les titres publics, participer aux adjudications périodiques et assurer activement la liquidité du marché secondaire.

Ils jouent donc le rôle de teneurs de marché sur le marché des titres de dette publique, affichant en permanence un cours acheteur et un cours vendeur sur chaque ligne de titre.

Les clauses de sauvegarde (covenants)

Inscrites dans les prospectus d'émission.

Limitent l'autonomie de l'emprunteur après l'émission pour empêcher que celui-ci n'adopte des comportements contraires aux intérêts des créanciers.

Exemples : les créanciers insèrent presque toujours dans les contrats de prêt (obligataires et indivis) des clauses limitant les dividendes, empêchant l'entreprise de s'endetter au-delà d'un certain seuil ou définissant une borne supérieure au BFR.

Si l'émetteur enfreint l'une des clauses de sauvegarde, cela peut entraîner une augmentation du coût de l'emprunt, une exigibilité immédiate du principal, voire un remboursement anticipé avec pénalité.

Les clauses de sauvegarde (covenants)

Clause d'engagement de faire : vente d'actif stratégique, information régulière du créancier...

Clause d'engagement de ne pas faire : contrôle sur les investissements, limites à ne pas dépasser pour certains ratios financiers...

Clause de *pari passu* : obligeant l'entreprise à faire bénéficier les obligataires des garanties supplémentaires que l'entreprise accordera à l'avenir à des créanciers de même rang.

Clause de *cross default* : le non-remboursement par l'entreprise d'un autre crédit provoque le défaut immédiat de ses obligations, dont le remboursement peut être exigé immédiatement.

Les titres hybrides

Certains types d'obligations permettent, à l'initiative de l'émetteur ou du détenteur de l'obligation, de transformer un titre de dette en titre de capital. On qualifie ces obligations de **titres hybrides**.

Parmi ceux-ci, on retrouve les **obligations convertibles** (en actions), les **obligations remboursables** (en actions) et les **obligations à bon de souscription** (d'actions).

Les obligations convertibles

Les **obligations convertibles** permettent à l'investisseur, s'il le désire, de demander leur conversion en actions : l'obligataire devient alors actionnaire.

En général, la conversion est possible n'importe quand jusqu'à la date de maturité de l'obligation.

La conversion se fait à un taux déterminé à l'émission, le **taux de conversion**, qui définit le nombre d'actions que l'investisseur obtient pour chacune de ses obligations.

Apparues en France en 1969, représentent aujourd'hui environ 20 % des obligations émises par les entreprises.

Une OC n'est autre qu'une obligation à taux fixe à laquelle s'ajoute une option d'achat (call) sur un nombre déterminé d'actions de l'émetteur.

Les obligations remboursables en action (ORA)

Qu'il le souhaite ou non, le détenteur d'ORA est *in fine* remboursé en actions (émises par le même émetteur ou par une autre entreprise du groupe) et non en espèces.

C'est un risque supplémentaire par rapport à la détention d'obligations classiques, puisque le remboursement se fait sous forme d'actions dont le cours évolue.

Dans certains cas, l'émetteur conserve le choix de rembourser le principal sous forme d'actions ou en espèces ; on parle alors d'obligations à option de remboursement en actions ou numéraire (ORANE).

Lafarge dans le cadre de son OPA sur Blue Circle : il était prévu qu'en cas de succès, les obligations seraient remboursées en actions et que dans le cas contraire, elles seraient remboursées en espèces.

Les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA)

Les **OBSA**, autorisées en France depuis 1983 (Loi Delors), sont des titres constitués d'une obligation standard et d'un bon de souscription.

Les bons de souscription ne sont pas des options de conversion comme dans le cas des OC, mais simplement des options d'achat qui permettent à l'investisseur, s'il le désire, d'acheter des actions (OBSA) à des conditions prédéfinies.

On trouve également des obligations à bons de souscription d'obligations (OBSO), ainsi que des bons de souscription attachés à des actions (ABSOU ou ABSA).

Les titres hybrides : quel intérêt pour les émetteurs ?

Ces titres permettent de reporter la dilution des fonds propres et d'en diminuer le coût.

Le prix auquel seront (éventuellement) obtenues les actions est, dans la grande majorité des cas, supérieur au prix actuel.

L'entreprise signale à la communauté financière sa volonté d'améliorer son ratio dettes/fonds propres.

Intéressant pour les *start-up* dont les possibilités d'endettement sont faibles, compte tenu de leur faible assise financière, et qui ne souhaitent pas émettre des fonds propres à un prix qu'elles considèrent comme sous-évalué.

Les titres hybrides : quel intérêt pour les souscripteurs ?

L'avantage des OC et des OBSA est qu'elles allient la sécurité d'un placement obligataire (revenu fixe, périodique et garanti sauf défaillance de l'émetteur) à la possibilité de réaliser des plus-values en cas de hausse du titre sous-jacent, le tout en étant protégé contre une baisse du cours de ce titre, ce qui n'est pas le cas des ORA.

Les émissions d'OC ou d'OBS sont beaucoup plus nombreuses que les émissions d'ORA.

L'acheteur d'un titre hybride anticipe une hausse du cours des actions de l'émetteur.

Certes, le prix garanti est souvent supérieur au prix courant, mais il est surtout inférieur au prix futur anticipé.

L'évaluation des titres hybrides

Le prix des titres hybrides évolue non seulement en fonction des taux d'intérêt, mais également en fonction du prix des actions de l'entreprise émettrice.

La valeur d'une ORA s'évalue comme la valeur actuelle des intérêts et de l'action lors du remboursement.

Le prix des OC et des OBS s'obtient comme la somme du prix de l'obligation « nue » et du prix de l'option (de conversion pour les premières, d'achat pour les autres).

Contrairement aux options de conversion, les bons de souscription peuvent être détachés et échangés sur le marché de façon indépendante.