

CARACTERES COMMUNS DES MARCHES OBLIGATAIRES

Plan

- **Vue d'ensemble**
- **Les marchés d'obligations**

A) VUE D'ENSEMBLE

1) Définition

Une obligation est un titre qui matérialise la créance d'un prêteur sur un emprunteur.

Ce titre est négociable.

Elle comporte au moins les mentions suivantes :

- ✓ *Le nom de l'émetteur.* C'est celui du débiteur qui rembourse le porteur aux échéances prévues.
- ✓ *Le code ISIN* du titre, c'est-à-dire son numéro d'enregistrement créé initialement par l'organisme de compensation qui se porte contrepartie de tous les ordres d'achat et de vente satisfaits au terme de la négociation. Depuis la création d'Euronext la SICOVAM a été intégrée dans Clearnet SA.
- ✓ *La valeur nominale* de chaque titre. Dans le cas le plus courant elle figure le montant qui sera remboursé au détenteur à l'échéance (*in fine*).
- ✓ *L'intérêt servi* en pourcentage de la valeur du nominal.
- ✓ *Le calendrier de versement des intérêts.* Il est en général annuel mais ce principe souffre des exceptions nombreuses.
- ✓ *La date d'échéance* de l'obligation ou le calendrier d'amortissement si le remboursement est échelonné sur plusieurs dates.

Elle comporte souvent des indications complémentaires comme par exemple le taux actuariel.

2) Exemple

On illustre ce qui précède par l'exemple de l'emprunt obligataire lancé par la Caisse Centrale de Crédit Coopératif en novembre 2000, résumé dans le visa de la COB qui suit.

- ✓ Emetteur : Caisse Centrale de Crédit Coopératif.
- ✓ Code ISIN : FR000187197.
- ✓ Valeur nominale des titres : 1.000 €

- ✓ Durée : 10 ans.
- ✓ Nombre des titres : 100.000. Montant des fonds levés : 100 M€.
- ✓ Remboursement : *in fine*, soit le 15 novembre 2010.
- ✓ Taux d'intérêt facial : 6,40%
- ✓ Versement des intérêts : annuellement au 15 novembre, soit le 15/11/2001, le 15/11/2002, .., le 15/11/2010.
- ✓ Le taux actuariel brut : 6,34%.

EMETTEUR	MONTANT NOMINAL	TITRES EMIS		
		NATURE	NOMBRE	NOMINAL
CAISSE CENTRALE DE CREDIT COOPERATIF	100 M€ (1)	Obligations	100.000	1.000 €
<p>- <u>Prix d'émission</u> : 100,438 %</p> <p>- <u>Date de jouissance</u> : 15.11.2000</p> <p>- <u>Taux nominal</u> : 6,40 %</p> <p>- <u>Type d'amortissement</u> : In fine</p> <p>- <u>Echéance</u> : 15.11.2010</p> <p>- <u>Taux actuariel brut</u> : 6,34 %</p> <p>- <u>Date de règlement</u> : 15.11.2000</p> <p>- <u>Intérêt annuel payable le</u> : 15 novembre</p> <p>- <u>Prix de remboursement</u> : Le pair</p> <p>- <u>Durée</u> : 10 ans</p> <p>- <u>Prise ferme</u> : BNP Paribas</p>				
<p>(1) Le montant nominal est susceptible d'être porté à 125 M€. Le montant définitif sera publié au BALO du 8 novembre 2000.</p>				
<p>La note d'information fait référence à la note d'opération qui a reçu le visa n° 00-975 le 6 juin 2000.</p>				

B) LE MARCHE DES OBLIGATIONS

Le marché primaire est celui des obligations lors de leur émission. Il organise la vente des nouveaux titres entre l'émetteur et le premier souscripteur. Le marché secondaire permet l'achat et la vente d'obligations déjà émises et souscrites.

1) La préparation de l'émission

L'émission doit être précédée de l'accomplissement d'un certain nombre de formalités notamment destinées à l'information des souscripteurs sur les caractéristiques de l'emprunt et sur la solvabilité de l'émetteur et les garanties de liquidité des titres qu'il représente.

i) Les publications préalables

Une émission de titre fait appel public à l'épargne quand il est admis ou destiné à être admis sur un marché réglementé ou quand il est vendu dans le public et

qu'à cette occasion l'émetteur a recours à la publicité ou au démarchage et qu'il utilise l'intermédiation d'établissements de crédit ou de prestataires de services d'investissement.

Dans le cas contraire, le placement est dit privé. Il s'agit alors d'un placement de gré à gré auprès d'un investisseur. Si l'appel à l'épargne ne peut concerner plus de 100 personnes, le placement est réputé privé.

Dans tous les cas la première obligation est *la publication d'une notice au BALO* (Bulletin des Annonces Légales Obligatoires) afin d'informer toute personne ou organisme qui y a intérêt de la nouvelle situation qui résultera de l'émission pour l'émetteur, et donc ses créanciers.

S'il y a appel public à l'épargne un document d'information doit être établi et soumis de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). En contrepartie l'AMF délivre un visa. On se reportera pour illustration à l'émission d'obligation de la Caisse Centrale de Crédit Coopératif de juin 2002.

La note d'information fournie à la COB

Elle fournit des indications sur les conditions de l'emprunt, sa rémunération, le remboursement, les garanties apportées, ainsi que sur l'émetteur, sa situation économique et financières et ses organes dirigeants. Elle est certifiée par un ou plusieurs commissaires aux comptes.

Le visa de la COB

Il certifie les termes contenus dans la note (le prospectus) et rappelle les caractéristiques techniques de l'émission projetée.

ii) La notation (ou rating)

L'émetteur doit aussi faire procéder à la notation de l'emprunt par une agence de notation. La notation court tout au long de l'émission mais peut être révisée si l'agence de notation le juge nécessaire, à la demande d'une autorité de contrôle ou à celle de l'émetteur.

La notation a un double objet :

- Fournir **une opinion sur la capacité d'un émetteur** à faire face à ses engagements.
- Donner **un ordre de grandeur de la perte** que peut représenter un émetteur en cas de défaut de paiement.

La notation peut être pratiquée à deux niveaux :

- On parle de **notation générique** celle qui porte sur l'ensemble des émissions d'une entité. Elle donne une idée de la probabilité que l'émetteur fasse défaut.
- La **notation est dite spécifique** quand elle est appliquée à un titre de dette particulier selon qu'il est assorti ou non de garanties particulières au profit des détenteurs du titre.

iii) Le réglage des taux

En général le taux facial est exprimé à 0,1% ou 0,05% près : 5,50%, 6,75%, 6,80% ...

Le taux actuariel, étant donnée sa sensibilité au calendrier des amortissements, est exprimé avec au moins la précision d'un point de base, souvent plus précisément, par exemple en centièmes de points : 4,4361%, 5,8357%, etc.

En principe le taux est exprimé en niveau : 5,60%.

Mais la référence aux taux des emprunts d'Etat conduit parfois à exprimer les taux en écarts par rapport à ceux –ci.

Exemple : si un OAT à échéance 2025 est au taux actuariel de 5,60%, un emprunt de même maturité émis à 6,80% sera dit lancé avec un écart (un *spread*) de 120 point de base (1,2%).

iv) Le calendrier

Pour les émissions avec prise ferme, la régulation du marché est assurée par la tenue d'un calendrier.

La *Commission des émissions* réunit autour de la Direction du Trésor des représentants des principales banques (y compris une filiale française d'une banque étrangère) et la Caisse des Dépôts. Elle se réunit régulièrement pour tenir le calendrier des émissions. On distingue donc plusieurs compartiments :

- Le '*petit marché*' concerne les émissions inférieures à 150 M€ dans la limite de 3 M€ par an. Aucune contrainte de calendrier ne pèse sur eux. Il faut toutefois informer la commission des émissions.
- Le '*grand marché*' concerne les émissions supérieures à 150 M€. La seule véritable obligation est l'information du Comité des émissions la veille de l'émission.

Sur le grand marché, les émissions du lundi et du mardi sont réservées prioritairement aux émetteurs récurrents comme par exemple le Trésor Public. Les autres émettent les autres jours.

- Les émissions d'obligations échangeables, convertibles, remboursables en action sont libres.
- Les valeurs mobilières de toutes catégories sans appel public à l'épargne sont entièrement libres.

2) La négociation des titres sur le marché primaire

Deux procédures sont principalement mises en œuvre : la syndication et l'adjudication.

i) La syndication :

La procédure de syndication était traditionnellement de règle. En 1968, cette procédure a été organisée dans un cadre fixé normalisé par la commission Leca. Le rapport Tricot en a assoupli les règles en 1985.

L'obligation de syndication a alors été levée dans certains cas par l'introduction de la vente par adjudication. Depuis la pratique de l'adjudication tend à s'étendre. Elle est devenue la règle dans le cas des émissions de titres du Trésor.

Elle consiste à confier le placement des titres émis auprès des premiers souscripteurs à un syndicat de banques. La procédure se déroule comme suit.

L'émetteur désigne une banque comme chef de file.

Celle-ci constitue un *syndicat de garantie* dont les membres s'engagent à placer les titres. Les membres du syndicat peuvent dans certaines conditions rétrocéder leurs droits et engagements à d'autres établissements.

Chaque banque du syndicat signe un contrat de prise ferme.

Ce contrat peut comporter des clauses particulières : clause d'écart (de *spread*) conditionnelle par exemple, ou clause de quantité prise pour s'adapter à la demande du marché.

Les membres du syndicat sont rémunérés par commissions, au pro rata de leur part dans l'opération.

Un barème des commissions a existé jusqu'en 1995. Il a été aboli au nom de la concurrence, ce qui a conduit à réduire depuis le niveau des commissions de placement. La concurrence entre les banques joue en deux temps :

Le prix fixe de revente est fixé par la banque chef de file.

Celle-ci procède préalablement à une enquête auprès des souscripteurs potentiels. Elle négocie alors la constitution du syndicat et la répartition des commissions.

Puis est ouverte la période officielle de placement des titres.

Le placement doit s'effectuer au prix fixé sans que les banques syndiquées puissent reverser tout ou partie de la commission reçue de l'émetteur à leurs clients, par exemple pour accroître leur part.

A l'issue de cette phase officielle la banque chef de file dissout le syndicat.

Les membres du syndicat retrouvent alors leur liberté et peuvent notamment rétrocéder une partie des commissions perçues pour accélérer le placement des titres.

ii) L'adjudication

Importée des pays anglo-saxons, la technique de l'adjudication a été utilisée par l'Etat pour les OAT depuis le milieu des années 1985. Elle s'est étendue depuis à quelques gros émetteurs.

Les adjudications d'OAT ont lieu le 1^{er} jeudi de chaque mois. Cela évite la ponction trop forte des anciennes émissions trimestrielles. Les spécialistes en

valeurs du Trésor (SVT et les correspondants en valeurs du Trésor (CVT) font connaître leurs propositions. Elles sont ensuite attribuées 'à la hollandaise', c'est-à-dire au prix proposé par les candidats à l'adjudication.

Aucune commission n'est versée aux adjudicataires qui se rémunèrent sur les revenus du titre et sa revente éventuelle. Les adjudicataires peuvent intervenir 'à découvert'.

Les adjudications peuvent représenter jusqu'au 2/3 des émissions obligataires. Dans certains cas toutefois l'Etat retient la syndication ou à la prise ferme.

Depuis le milieu des années 90 certains particuliers peuvent participer directement aux adjudications.

iii) **Le marché gris**

Entre la publication au BALO et la cotation officielle, quelques jours peuvent s'écouler. Un marché gris se met en place entre les banques et intermédiaires (courtiers, maisons de titres) pour permettre l'échange ou le reclassement de blocs de titres selon les besoins des opérateurs. Ces derniers négocient en même temps le partage des commissions. La première tendance d'évolution du prix se manifeste dans ces transactions.

Les trois mois qui suivent immédiatement la cotation constituent la '**période de surveillance**'. La banque chef de file assure la régulation du cours en attendant la formation de son équilibre. Elle est censée garantir les détenteurs finaux contre des manipulations.

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2006	2007	2008	Cumul	2008	Cumul	2008
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	12 mois	oct.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	843,4	857,2	857,0	-1,6	-20,8	82,9	7,7
Administrations publiques	639,4	662,8	681,2	20,1	-14,7	70,3	7,4
Institutions financières monétaires (IFM)	118,4	117,2	110,0	-7,6	-2,4	11,5	0,3
Sociétés hors IFM	85,6	77,2	65,8	-14,1	-3,7	1,2	0,0
Actions françaises cotées							
Total	1 702,9	1 746,2	1 079,9	19,2	0,2	30,1	0,3
Institutions financières monétaires (IFM)	227,3	183,0	113,8	17,0	0,0	17,0	0,0
Sociétés hors IFM	1 475,7	1 563,3	966,1	2,1	0,2	13,1	0,3

3) **Le marché secondaire des obligations**

i) **Marchés de gré à gré, marchés organisés**

Parmi les titres d'emprunt, les obligations présentent des caractéristiques qui facilitent leur échange et leur circulation entre des porteurs successifs.

Marché de gré à gré des petites capitalisations

Beaucoup de titres obligataires circulent de gré à gré. Il s'agit d'abord de ceux dont l'émission n'a pas été l'objet d'un appel public à l'épargne : émission de gré à gré ou ne pouvant s'adresser qu'à moins de 100 souscripteurs [Cf. par ailleurs dans cette leçon].

Marché organisé des capitalisations importantes

Dès lors qu'ils présentent un montant suffisant et un nombre minimal de titres les emprunts obligataires peuvent être cotés sur l'un des compartiments du marché boursier : premier ou second marché ou marché OTC. Le fonctionnement du marché est alors le même que pour les actions.

Marchés par blocs de capitalisations importantes

Mais pour ces titres inscrits à la cote l'essentiel des transactions est réalisé par blocs, sur un marché de gré à gré hors de la négociation boursière. Ce sont les transactions effectuées pour le compte de sociétés financières et d'organismes de placement et plus généralement des porteurs dont les ordres portent sur de gros paquets de titres. Ce marché est animé par les spécialistes en valeurs du Trésor, les contrepartistes et les teneurs de marché. Son fonctionnement est libre sous réserve qu'Euronext-Paris soit informée des transactions effectuées. Les transactions portent essentiellement sur des titres d'Etat et notamment les OAT les plus échangées. La part des transactions qui s'effectue par blocs peut être variable selon les années mais elle est toujours supérieure à 80% des transactions sur titres inscrits à la cote.

La question de l'unicité du prix

Le problème est alors celui de l'unicité du prix. Le marché par blocs perturbe la formation des cours sur le marché organisé en y réduisant la liquidité des titres. Des mécanismes ont été mis en place pour que le cours de bourse ne s'éloigne pas de celui des transactions par blocs. Ils reposent sur l'établissement d'un cours théorique d'équilibre associant les deux types de transactions et dont le prix du marché organisé ne doit pas être trop éloigné.

Par exemple pour les OAT le cours de bourse doit rester proche d'un cours moyen établi par Euronext-Paris sur la base des prix de transactions déclarées par les intermédiaires. Ces derniers agissent dans certaines limites comme contreparties pour les offres et demandes qui restent et réinjectent les titres correspondants dans les transactions suivantes sur les marchés de blocs.

Le délai de règlement

Le système RELIT (Règlement-Livraison des Titres) assure la simultanéité de la livraison de titres et du règlement du prix en espèces. Le dénouement de toute transaction est assuré trois jours ouvrés après la

date de négociation. C'est cette date [jour de transaction + 3 jours ouvrés] qui sert de référence pour le partage du coupon (Cf. infra).

Pour les transactions par blocs le système RGV (RELIT Grande Vitesse) permet un règlement en temps réel en cours de journée.

ii) Lire la cote

La cotation se présente différemment de celle des actions. Le prix se présente sous la forme d'un indice dont la base 100 représente la valeur du nominal de l'obligation.

Ce prix est exprimé au pied du coupon. L'acquéreur, qui percevra la totalité du coupon à la prochaine échéance, doit en racheter la fraction déjà courue depuis le dernier versement au vendeur pour lui assurer sa part de rémunération.

L'encadré explicite par exemple la ligne représentant la cotation d'une obligation [source : La Tribune 08/10/2004, pour la séance du 07/10/2004] :

VALEUR	Code	Nom.	Dernier	C/C	Tx Act.	Amort.		
CHARBONNAGE DE France								
Autres émissions non garanties				AAA-1/AAA				
8,10% 12/94-01/2005	FR0000572299	1	101,3	6,241	2,2847	03-01-05	4,95%	
6,75% 03/96-04/2006	FR0000572315	1	106,01	3,125	2,8893	25-04-06	7,80%	
6,60% 07/09/96-04/2007 (CB)	FR0000572323	1	■ 108,78	3,056	2,9475	25-04-07		
5,50% 07/97-04/2008 (CB)	FR0000572331	1	■ 107,51	2,547	3,2132	25-04-08		
5% 03/98-04/2009 (CB)	FR0000572349	1	106,35	2,315	3,4586	25-04-09	5% 04	
AA+				DEXIA CLF				A-(s-)/AA
4% 10-99/2004 Trim Const (C)	FR0000186405	23,36	100,91	0,905-22,3386		22-10-04	5,80%	
4,40% 11/99-04 Trim Const (C)	FR0000186496	23,34	100,72	0,514 -0,9444		29-11-04	1,50%	
4,40% 05/00-2005 (C)	FR0000186785	67,21	101,27	0,744 -0,5284		09-05-05		
6% 09-11/96 - 04/98 - 07/05 (CA)	FR0000571291	1	102,5	1,282	2,5248	25-07-05		
A-				CAISSE CENTRALE DE CREDIT COOPERATIF				6,25%
Autres émissions non-garanties								4,625
TSR 6,25% 06/00-2010 ♦	FR0000186884	1000	108,63	1,764	4,499	30-06-10	Tx Va	
6,40% Nov 00/10. (CB) ♦	FR0000187197	1000	112,55	5,788	4,0345	15-11-10	3,25%	
8% 06/95-07/2005 ♦	FR0000585275	1	104,02	1,841	2,6325	19-07-05		
TSR 7,15% 06/96-2006 ♦	FR0000585283	1	106,25	2,194	3,2799	21-06-06		
6,10% 05/97-06/2007 ♦	FR0000585291	1	107,05	2,122	3,2727	06-06-07	6,25%	
TSR 5,95% 12/97-2007 ♦	FR0000585309	1	106,6	4,828	3,7115	19-12-07	AA	
TSR 5,35% 06/98-2008 ♦	FR0000585317	1	105,15	1,524	3,8305	29-06-08	1% 0	
5,30% 06/98-2009 (CB) ♦	FR0000585325	1	106,45	1,51	3,7764	29-06-09	4,6%	
TSR 6% 2002-2012	FR0000188559	1000	109	1,726	4,584	28-06-12	5,75%	
Senior 6% 2002-2012	FR0000188542	1000	111,1	1,726	4,2761	28-06-12	5,75%	

Lecture des indications de la cote : CCCC 6,40% NOV00/10 (CB)	
Indications	Signification
♦	Le titre bénéficie d'un contrat d'animation : une contrepartie existe face à une offre ou une demande (sous certaines conditions)
CCCC	Société émettrice de l'obligation
6,40%	Taux facial
Nov 00/1004	Dates de l'émission (nov. 2000) et du remboursement (nov 2010)
(CB)	Coté en continu « B »
FR0000187197	Code ISIN
Nom. 1000	Valeur nominale par titre de 1.000 €
112,55	Indice de la valeur de cotation par titre. Comme le nominal est de 1.000 € cela correspond à un prix de 1.125,50 € par titre « au pied du coupon ».
C/C : 5,788	C'est la fraction du coupon de 6,40% correspondant à la période du 15/11/03 au 07/11/04, soit 327 jours plus trois jours de délai de règlement, soit 330 jours. On vérifie : $6,4\% * 330 / 365 = 5,788\%$
Taux actuariel : 3,3638	C'est le taux actuariel qui correspond aux revenus qu'engendre ce titre de 1.000€ de nominal rapportés à son prix d'achat de 1.183,38€ (soit 1.125,50€ pour le titre plus 55,78€ de coupon couru payé au vendeur).
15/11/2004	Date de paiement du prochain coupon