

2010

Guide pratique des Obligations



Service Education des Epargnants

CDVM

15/10/2010

Les obligations

Qu'est-ce qu'une obligation ?

Les principales caractéristiques d'une obligation

- *La valeur nominale*
- *Le prix d'émission*
- *Le prix de remboursement*
- *La maturité*
- *Taux nominal (ou facial)*
- *Le coupon*
- *Le taux de rendement actuariel*
- *Le spread ou prime de risque*
- *Date de jouissance*
- *Les frais et la fiscalité*

Types d'obligations

- *Classement par nature :*
- *Classement par taux :*

Les modalités de remboursement

- *Remboursement par annuités constantes :*
- *Remboursement par séries égales :*
- *Remboursement in fine :*

Valorisation des obligations

- *Où se négocient les obligations ?*
- *Cotation des obligations sur le marché secondaire*
- *Duration et sensibilité :*

Les risques liés à un investissement en obligations

- *Le risque de taux*
- *Le risque de liquidité*
- *Le risque de défaut*

Avant d'investir

Les droits de l'investisseur en obligations

- *Le droit à une rémunération et au remboursement du capital*
- *Le droit à l'information et le contrôle exercé sur l'émetteur*
- *Le droit de céder ses titres*

Qu'est-ce qu'une obligation ?

Une obligation est un titre de créance qui représente une fraction d'un emprunt émis par une entreprise, un organisme public ou l'Etat. Une obligation représente ainsi une reconnaissance de dette de son émetteur. Le porteur de l'obligation reçoit un intérêt, appelé « coupon », et le montant emprunté doit lui être remboursé à l'échéance. L'emprunt est divisé en obligations de la même manière que le capital d'une société est divisé en actions.

Au sens de la loi, on entend par « obligations » les titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance général ou spécifique sur tout ou partie du patrimoine de la personne morale qui les émet.

Les obligations peuvent être souscrites au moment du lancement de l'émission lors d'un appel public à l'épargne, pendant une période appelée « période de souscription ». On parle de « marché primaire ».

Après leur émission, les obligations peuvent être cotées en bourse. Lorsque les obligations sont revendues avant leur échéance ou achetées pendant leur durée de vie, on parle de « marché secondaire ».

Les principales caractéristiques d'une obligation

- **La valeur nominale**

La valeur nominale ou faciale est la valeur unitaire de chaque obligation. C'est sur ce montant que sont calculés les coupons versés par l'émetteur. En d'autres termes, c'est la part de l'emprunt qu'un investisseur détient s'il achète une obligation.

- **Le prix d'émission**

Le prix d'émission est généralement exprimé en pourcentage. Il peut représenter une valeur différente de la valeur nominale. Par exemple, si une émission est commercialisée à 99% de la valeur nominale, c'est que le prix d'émission est inférieur à la valeur nominale, l'émetteur accorde ce que l'on appelle une « prime d'émission ». A l'inverse, il peut proposer un prix de 101%. Lorsque le prix d'émission correspond à 100% de la valeur nominale, on dit que l'emprunt est émis « au pair ».

- **Le prix de remboursement**

Montant que l'investisseur perçoit pour chaque obligation conservée jusqu'à sa maturité. Il peut être prévu que ce remboursement soit supérieur à la valeur nominale, et ce afin d'accroître l'intérêt pour les investisseurs. La différence entre le prix de remboursement et le nominal est appelée « prime de remboursement ».

- **La maturité**

La maturité d'une obligation correspond à sa durée de vie résiduelle. Le marché obligataire est un marché de moyen et long terme. Plus sa durée de vie est longue, plus le risque attaché à l'obligation est élevé (voir **duration**).

- **Taux nominal (ou facial)**

Appliqué à la valeur nominale, permet le calcul du **coupon** (montant des intérêts versés à chaque échéance).

- **Le coupon**

Le coupon correspond à l'intérêt, calculé à un taux sur la valeur nominale, perçu par le porteur de l'obligation.

Lorsque l'intérêt est versé, on parle de « détachement » du coupon. Le coupon « couru » est la part du coupon qui se forme entre la date de détachement du dernier coupon et une date donnée.

- **Le taux de rendement actuariel**

Le taux de rendement actuariel est le taux de rendement réel de l'obligation si, et seulement si, elle est achetée lors de son émission et conservée jusqu'à son échéance. Le taux actuariel à l'émission de l'emprunt obligataire est le taux annuel qui permet d'égaliser le prix versé par l'investisseur et les valeurs actuelles des flux qui lui reviendront.

Le taux de rendement actuariel doit obligatoirement figurer dans la note d'information relative à l'émission et permet la comparaison des obligations entre elles.

- **Le spread ou prime de risque**

Le spread correspond à l'écart entre le taux de rendement actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt « sans risque » de même durée. Il représente la prime de risque que l'émetteur doit offrir à l'investisseur pour rémunérer le risque qu'il prend en investissant dans son titre. Plus l'investissement est risqué, plus la prime de risque offerte doit être élevée.

- **Date de jouissance**

La date de jouissance est la date à partir de laquelle le titre porte intérêt. Généralement cette date correspond à la date de règlement.

- **Les frais et la fiscalité**

Personnes Physiques			
Revenus		Profits (plus-values)	
Retenue à la source			
Résidents soumis à l'IR	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
<p>20%</p> <p>imputable sur la cotisation de l'IR avec droit à restitution pour les personnes physiques soumises à l'IR selon le régime du BNR ou du BNS.</p> <p>30%</p> <p>pour les bénéficiaires personnes physiques qui ne sont pas soumises à l'IR selon le régime du Bénéfice Net Réel (BNR) ou du Bénéfice Net Simplifié (BNS)</p>	<p>10%</p> <p>sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition.</p>	<p>20%</p> <p>Les profits nets de cession d'obligations et autres titres de créance sont soumis à l'IR au taux de 20% (art.73 du CGI).</p>	<p>Imposition à l'IR à raison de l'ensemble de leurs revenus et profits de source marocaine</p>

Types d'obligations

- **Classement par nature :**

- **Les obligations subordonnées :**

Les obligations subordonnées sont des titres de créance perpétuels à une échéance indéterminée. Toutefois, l'investisseur reçoit un coupon chaque année. Le paiement des intérêts peut être subordonné au paiement des dividendes aux actionnaires.

- **Les obligations indexées :**

Les obligations indexées Ce sont des obligations dont le coupon et/ou le remboursement du capital sont complètement ou partiellement indexés sur une valeur de référence. L'indexation protège le porteur contre une dépréciation du coupon ou du capital, en cas d'inflation.

- **Les obligations convertibles en actions OCA :**

L'obligation convertible est une obligation classique, caractérisée par un nominal, un taux d'intérêt, une durée de vie et un prix de remboursement.

L'obligation convertible est une obligation à laquelle est attaché un droit de conversion qui offre à son porteur le droit et non l'obligation d'échanger l'obligation en actions de cette société, selon une parité de conversion préfixée, et dans une période future prédéterminée.

Cette obligation peut à tout moment être convertie, selon des modalités définies dans le contrat d'émission, contre des actions nouvelles de la société émettrice.

Ces obligations permettent de s'associer au développement d'une société en prenant des risques plus limités qu'en acquérant les actions équivalentes.

Son cours s'établit à un prix plancher en rapport avec le taux en vigueur sur le marché obligataire. Le détenteur de convertibles est donc mieux protégé en cas de baisse.

Après l'émission, ces titres évoluent en Bourse en fonction du cours de l'action support et des taux d'intérêt.

Si le cours de l'action progresse, celui de la convertible tend à s'apprécier dans les mêmes proportions.

- **Les obligations remboursables en actions ORA :**

A la différence des obligations classiques, ces titres ne sont pas remboursés en espèces, mais en titres de la société émettrice. Ils se situent à mi-chemin entre les obligations ordinaires et les convertibles.

Différence importante avec les obligations convertibles : l'opération d'échange se réalise à l'échéance finale de l'emprunt et non pas à tout moment.

Pour l'investisseur, l'ORA permet de parier sur le redressement futur d'une entreprise tout en percevant un intérêt.

Ce dernier sera, au moins pendant les premières années de l'emprunt, sensiblement supérieur au rendement de l'action sous-jacente.

En fait, ces titres sont à prendre comme des actions, avec un rendement certes confortable, mais sans grand parachute à la baisse.

Néanmoins, de tels produits ne sont pas exempts d'inconvénients, comme le manque de liquidité sur le marché secondaire.

Les professionnels leur reprochent également d'être difficiles à évaluer, le cours de l'action à l'horizon du remboursement étant impossible à anticiper, ce qui rend difficile l'évaluation du taux du rendement actuariel.

- **Classement par taux :**

- **Les obligations à taux fixe :** versent un intérêt ou coupon définitivement fixé lors de leur émission, selon une périodicité prédéfini, jusqu'à leur échéance.

Les obligations à taux variable : génèrent un coupon variable. Pendant toute la durée de vie de l'obligation, le coupon est adapté au taux en vigueur sur le marché. Pour l'investisseur, cela constitue à la fois une opportunité et un risque.

Elles ont été introduites pour prémunir l'émetteur et le porteur des risques que font courir les obligations à taux fixe :

- Pour l'émetteur : un poids excessif des intérêts à payer en cas de baisse des taux du marché
- Pour le porteur : une baisse des cours en cas de baisse des taux du marché

Le nominal de ces obligations reste inchangé pendant toute la durée de l'emprunt. Par contre, le taux d'intérêt varie en fonction des taux des marchés financiers.

A la différence de l'emprunt classique à taux fixe, sa rémunération évolue en fonction des conditions du marché. L'atout majeur de ces obligations à taux variable, réside dans la protection du capital qu'elles offrent en période de remontée des taux.

Elles s'adressent donc à une clientèle souhaitant disposer d'un revenu régulier, mais qui se préoccupe plus de la préservation de son capital que des perspectives de plus-values.

Reste que le choix en matière d'obligations à taux variable est restreint et que la liquidité laisse souvent à désirer.

Les modalités de remboursement

Il existe trois méthodes de remboursement des obligations émises pour l'émetteur :

- **Remboursement par annuités constantes :**

A chaque période, l'obligataire percevra outre son coupon, une partie du principal (prix de remboursement de l'obligation). Le total de ces deux éléments, coupon + remboursement, sera identique tout au long de la période. Les annuités sont dites constantes.

- **Remboursement par séries égales :**

A chaque période, l'obligataire percevra une fraction identique du principal. En supposant une durée de vie de 5 ans, chaque année, il se verra rembourser 20 % du principal. De fait, le montant des intérêts versés ira en diminuant.

- **Remboursement in fine :**

La modalité permettant à l'obligataire de se garantir de la régularité des intérêts versés tout au long de la durée de vie de l'obligation. En effet, la totalité du principal est remboursée In Fine, c'est à dire en intégralité le dernier jour de l'échéance. Les intérêts sont quant à eux versés tout au long de la durée de vie de l'obligation.

Valorisation des obligations

- **Où se négocient les obligations ?**

Le marché obligataire primaire est le marché du neuf sur lequel sont effectuées les émissions.

Le marché obligataire secondaire est le marché sur lequel sont échangées les obligations émises sur le marché primaire.

L'épargnant peut investir en obligations soit au marché primaire lors d'une nouvelle émission, soit au marché secondaire. Il doit obligatoirement passer par un intermédiaire financier agréé.

- **Cotation des obligations sur le marché secondaire**

Le principe de cotation en pour cent consiste à exprimer les cours des obligations en pour cent du nominal et non en Dirhams.

Les obligations sont cotées en pourcentage de la valeur du nominale (pour faciliter la comparaison entre obligations de valeurs nominales différentes) et au pied de coupon, c'est-à-dire en faisant l'hypothèse que le coupon vient d'être détaché. Le coupon couru est la part du coupon correspondant à la période entre la date du dernier détachement et la date de l'évaluation. Il est calculé à la date de règlement. Il désigne le montant d'intérêt accumulé depuis le versement (ou détachement) du dernier intérêt.

A l'émission la valeur nominale de l'obligation est ramenée à 100. Elle est cotée en prix pied de coupon, c'est-à-dire le prix du capital emprunté.

Exemple : l'obligation CDVM (nominal 5000 MAD) émise à un taux nominal de 6% le 1^{er} janvier 2004, et à échéance en 2012 (remboursement in fine) cote le 15 octobre 2010 103,5 (au pied du coupon). Depuis le 1^{er} janvier 2010, date du dernier détachement du coupon, 285 jours se sont écoulés. Le coupon couru est alors :

$$\text{Taux nominal} \times 285/360 = 2,4657$$

$$\text{La valeur en dirhams de l'obligation est : } (104,4 + 2,4657)/100 \times 5000 = 5343,00 \text{ MAD}$$

Vous souhaitez acheter en bourse une obligation CDVM de 1 000 DH. Cette obligation cote sur le marché 103% du nominal avec un coupon couru à 3,05%. Pour acheter cette obligation, vous devrez régler = 1 000 MAD x (103% + 3,05%) = 1 060,50 MAD hors frais.

- **Duration et sensibilité :**

La sensibilité dépend pour une large part de la durée de vie résiduelle de l'obligation. Les obligations les plus sensibles sont également celles dont la durée de vie résiduelle est la plus longue.

La duration est une mesure de la durée de vie moyenne de l'obligation qui tient compte de l'ensemble des flux (coupons et remboursements) ainsi que l'échelonnement dans le temps de ces coupons, par le biais de l'actualisation.

Le risque de taux d'une obligation est d'autant plus important que sa duration (ou la valeur absolue de sa sensibilité) est élevée.

La duration et la valeur absolue de la sensibilité diminuent lorsque les taux de marché s'accroissent.

Lorsque les taux d'intérêt augmentent, les obligations récentes sont plus attractives et, par conséquent, les obligations les plus anciennes perdent de la valeur. Le phénomène s'inverse à l'occasion de la baisse des taux d'intérêt.

Les risques liés à un investissement en obligations

Le placement obligataire est un investissement relativement stable mais il n'est pas dénué de risque. Avant d'investir, il est important de comprendre quels sont les risques liés à ce type d'investissement.

- **Le risque de taux**

Les obligations sont des titres financiers sensibles aux variations des taux d'intérêt. La valeur d'une obligation à taux fixe évolue en sens inverse des taux d'intérêt, ainsi :

En cas de hausse des taux, le prix des obligations à taux fixe baisse. En effet, les obligations anciennes qui versent donc un intérêt moins élevé par rapport à de nouvelles obligations émises (de même maturité) deviennent moins intéressantes et ne trouvent preneurs sur le marché qu'à condition que leur prix baisse (décote);

Lorsque les taux d'intérêt baissent, la valeur des obligations anciennement émises augmente car elles offrent une rémunération plus attractive que les nouvelles et peuvent ainsi être revendues au-

dessus de la valeur nominale. Cette sensibilité aux évolutions de taux est d'autant plus grande que la durée résiduelle de l'obligation est longue.

- ***Le risque de liquidité***

La valeur d'une obligation varie en fonction de l'offre et de la demande. Le marché obligataire est un marché beaucoup moins liquide que le marché réglementé des actions, c'est-à-dire qu'il y a moins d'échanges. L'investisseur qui souhaite revendre son obligation avant l'échéance peut rencontrer des difficultés à trouver une contrepartie prête à racheter son titre.

- ***Le risque de défaut***

Le remboursement de l'obligation dépend de la capacité de l'émetteur à faire face à ses engagements. Le risque de défaut est le risque lié à la solvabilité de l'entité qui a émis les titres. Il est quasi nul dans le cas des obligations émises par les principaux Etats.

Le risque de défaut est suivi, notamment, par des sociétés spécialisées appelées «agences de notation» qui évaluent la qualité financière des sociétés ou de leurs produits et les classent selon leur niveau de risque (par exemple, AAA ou Aaa représente la meilleure note, C ou D la moins bonne).

Les obligations émises par des entités susceptibles d'avoir plus de difficultés à rembourser leurs dettes sont plus risquées et doivent, pour attirer les investisseurs, offrir en contrepartie un rendement supérieur pour rémunérer ce risque.

Avant d'investir

Avant tout investissement, il convient de mesurer les éléments suivants :

- Niveau de connaissances du produit et les risques inhérents à l'investissement en obligations ;
- Montant de l'épargne disponible à l'investissement en obligations ;
- Vos objectifs d'investissement: Horizon de placement, aversion pour le risque...

L'investissement en obligations est réservé à des investisseurs dont l'horizon de placement est à moyen/long terme. Il est important que la maturité du produit soit en adéquation avec votre horizon de placement. Il est conseillé d'investir que l'épargne disponible, celle dont vous n'auriez pas besoin à court terme.

Avant d'investir lors du lancement d'un emprunt obligataire émis par une entité, il est conseillé de prendre connaissance des informations sur l'entité et sur l'opération. Ces informations figurent dans la note d'information soumis au visa du CDVM qui est disponible sur le réseau de commercialisation ou sur le site du CDVM. Les sociétés qui émettent des obligations avec appel public à l'épargne sont tenues de diffuser une note d'information visée par le CDVM avec les principaux risques et caractéristiques présentés par l'émetteur.

Les obligations qui offrent les taux de rendement les plus élevés sont souvent des obligations dont l'émetteur présente un risque de non solvabilité élevé. Vous devez donc bien connaître le niveau de risque que vous acceptez de prendre avant d'investir en obligations.

Les droits de l'investisseur en obligations

- ***Le droit à une rémunération et au remboursement du capital***

La maturité de l'obligation et sa rémunération sont fixées contractuellement. Le porteur d'une obligation reçoit un intérêt, appelé «coupon», et le montant emprunté est remboursé à l'échéance si le titre n'est pas vendu avant.

Toute revente d'une obligation avant son échéance peut entraîner un gain ou une perte. Il est conseillé, lors de la décision d'investissement, d'être en mesure de conserver son titre jusqu'à sa maturité.

• **Le droit à l'information et le contrôle exercé sur l'émetteur**

Toute personne morale qui envisage de faire appel public à l'épargne :

- soit à l'occasion de l'émission ou de la cession de titres de créance
- soit au moment de l'introduction de ses titres de créance à la Bourse des Valeurs ou sur tout autre marché réglementé, au Maroc ou à l'étranger,

Est tenue d'établir, au préalable, un document d'information destiné au public et dénommé « note d'information ». Ladite note est soumise au visa du CDVM.

La note d'information n'est pas exigée quand les titres sont émis ou garantis par l'Etat. Dans ce cas, il est demandé à l'émetteur de faire parvenir au CDVM un courrier précisant les principales caractéristiques de l'émission garantie par l'Etat préalablement à l'ouverture de la période de souscription.

Cependant, à la différence de l'actionnaire, le porteur d'obligations n'a, à titre individuel, aucun droit sur la gestion de l'émetteur, tout recours devant être effectué par l'intermédiaire des représentants de la masse obligataire qui, eux seuls, bénéficient d'un droit de communication des documents sociaux identique à celui dont bénéficient les actionnaires.

• **Le droit de céder ses titres**

Les obligations sont généralement cotées en bourse (marché secondaire), ce qui permet de les vendre avant leur échéance si une contrepartie est prête à les racheter. Sauf si elle a été explicitement prévue par le contrat d'émission, la liquidité de l'obligation n'est pas assurée, que le titre soit coté ou non.

Par ailleurs, il n'existe pas de garantie sur le prix de cession de l'obligation. Le cours des obligations évolue, notamment, en fonction du niveau des taux d'intérêt et de la liquidité du marché.

La valeur de remboursement de l'obligation n'est automatiquement égale à sa valeur nominale qu'à l'échéance du titre. Si le porteur souhaite revendre son titre avant sa maturité, il encourt un risque de perte en capital.

Toute revente d'une obligation avant son échéance peut entraîner un gain ou une perte. Conserver son titre jusqu'à l'échéance reste le meilleur moyen d'éviter les risques de taux et de liquidité.