

C -Les obligations indexées.

On appelle obligations indexées des obligations dont l'intérêt ou le capital, ou ces deux éléments à la fois, varient suivant un indice déterminé. Selon les cas on aura des obligations à intérêt indexé, des obligations à capital indexé, des obligations à intérêt et capital indexés.

a) les obligations indexées sur le niveau général des prix

Ces obligations indexées avec indexation sur le niveau général des prix ont connu un certain succès dans les années cinquante¹:elles laissaient espérer aux prêteurs un maintien du pouvoir d'achat de leur épargne en dépit des tensions inflationnistes existantes², et de nombreuses sociétés industrielles ont, à l'époque, eu recours à ce type d'emprunts de préférence aux emprunts classiques. Toutefois, deux ordonnances du 30 décembre 1958 et du 4 Février 1959 *interdisant* toute indexation fondée sur le niveau général des prix ou des salaires, ou des prix particuliers n'ayant pas de relation directe avec l'objet du contrat ou l'activité de l'une des parties, allaient porter un coup fatal au développement de ce type d'emprunts. Outre quelques emprunts d'Etat indexés sur l'or (4,5% 1973, 7% 1973) ou sur l'unité de compte européenne (8,50% 1976), subsistaient toutefois quelques emprunts indexés d'entreprises nationales et sidérurgiques utilisant le prix des biens et services fournis par ces entreprises comme référence d'indexation (prix du km SNCF, prix du kwh d'EDF et de la thermie pour GDF, prix de la tonne d'acier pour les emprunts GIS.³)

Depuis quelques années se développe toutefois une nouvelle dynamique favorable aux emprunts indexés: aux Etats-Unis la société Walt Disney a notamment émis en 1992 sur le marché américain un emprunt obligataire dont les intérêts sont indexés sur le revenu d'un portefeuille de films. Quant au Trésor américain il a émis en Janvier 1997 un emprunt obligataire indexé sur le taux d'inflation.

Cette solution avait par ailleurs de plus en plus d'avocats , à une époque où malgré la quasi-disparition de l'inflation , les taux d'intérêt réels à long terme restaient accrochés à des niveaux jugé trop élevés: la thèse défendue par certains ⁴, était que l'émission de tels emprunts indexés sur le niveau général de l'inflation était justement un moyen de les faire baisser .

Le Trésor Français lui-même⁵ réfléchissait depuis quelques mois à l'opportunité d'émettre lui-même des emprunts de ce type indexés sur le taux d'inflation , le PIB ou sur d'autres variables économiques. Une telle mise en place nécessitait toutefois en préalable que soit modifiée la loi de 1958 interdisant ce type d'émissions; c'est désormais chose faite depuis l'adoption de la loi du 2 Juillet 1998 (DDOEF) conférant à l'Etat le droit d'émettre un tel emprunt . Le premier emprunt de ce type indexé sur l'indice INSEE des prix à la

¹ De 1952 à 1958" essentiellement

²Cet objectif n'a sans doute pas été entièrement atteint : toutefois, dans l'ensemble la préférence pour les obligations indexées s'est avérée justifiée ; en moyenne, sur la période 1957-1968, un portefeuille constitué d'obligations indexées rapportait près de 2% d'intérêt de plus qu'un portefeuille d'obligations classiques : 8,29% l'an contre 6,45% pour une période de détention de 12 ans (taux de rendement brut avant imposition) ou 5,36% l'an contre 3,29% l'an en taux de rendement après imposition pour un ménage imposé au taux limite supérieur de l'Impôt sur le Revenu des personnes physiques). (cf. à ce sujet A. GALESNE Etude comparative des taux de rendement des divers placements s'offrant à l'épargne des Investisseurs : 1957-1968. in L'Autofinancement, son coût et les décisions d'investissement des firmes:Thèse d'Etat Rennes 1972, pp.235-336)

³ Groupement de l'Industrie Sidérurgique .Nous aurons l'occasion ultérieurement les possibilités d'emprunt collectif par le biais des groupements obligataires


⁴ G.François Pour l'Emprunt indexé ,Nouvel Economiste ,15-1-1993,p.35

⁵ en liaison avec la BNP et la Banque J.P.Morgan

consommation a été lancé le 15 Septembre 1998.(OAT_i 3% échéance 2009) :avec indexation .à la fois des coupons annuels et du capital.

RT 8.5 % 11-2002 OAT 7.5 % 04-2005 OAT ECU 5.5 % 04-2007 OAT 5.25% 04-2008 OAT TEC 10 01-2009 OAT 6.5 % 04-2011 OAT 8.5 % 04-2029 OAT 5.5 % 04-2029 BTP 7.75 % 04-2000 BTP ECU 4.5 % 07-2002 BTP 4.5 % 07-2003
 RF 22/10/98 BTF 25/02/99 OAT 8.5 % 11-2002 OAT 7.5 % 04-2005 OAT ECU 5.5 % 04-2007 OAT 5.25% 04-2008 OAT TEC 10 01-2009 OAT 6.5 % 04-2011 OAT 8.5 % 04-2029 OAT 5.5 % 04-2029 BTP 7.75 % 04-2000 BTP ECU 4.5 %

INNOVATION • SIMPLICITÉ • LIQUIDITÉ • TRANSPARENCE • INNOVATION • SIMPLICITÉ • LIQUIDITÉ • TRANSPARENCE •



LES VALEURS DU TRÉSOR

15 septembre 1998

ÉMISSION
 DU PREMIER EMPRUNT INDEXÉ SUR L'INFLATION
 PAR UN ÉTAT-MEMBRE DE LA ZONE EURO

OAT_i

3 % 25 juillet 2009

24 MILLIARDS DE FRANCS

Chefs de File
 BANQUE NATIONALE DE PARIS BARCLAYS CAPITAL FRANCE S.A. SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

Co Chefs de File distingués
 BANQUE CPR BANQUE LEHMAN BROTHERS S.A. CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ

Co Chefs de File seniors
 ABN-Amro Fixed Income France Banque Paribas CDC Marchés
 Crédit Commercial de France Dresdner Kleinwort Benson Goldman Sachs Paris Inc. et Cie
 J.P. Morgan et Cie S.A. Merrill Lynch Finance S.A.

Co Chefs de File
 Banque d'Escompte Crédit Lyonnais Deutsche Bank France S.A. HSBC Markets
 Morgan Stanley S.A. Union Européenne de CIC

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
 DE L'INDUSTRIE

F.R.I. Communication

Depuis lors la CADES a émis un emprunt à 15 ans indexé sur le niveau d'inflation avec des caractéristiques similaires

b) les obligations à prix de remboursement indexé sur indice boursier ou sur le cours d'une action

Notons en outre l'apparition depuis le début des années 1990 l'apparition d'émissions avec prix de remboursement partiellement indexé sur les performances de l'indice CAC. (Nord-Est Mars 1990, Société Générale Décembre 1990, Floral 1991⁶, CCBP Avril 1992, CCF Septembre 1993).(

⁶ emprunt obligataire sur 8 ans , zéro coupon avec un prix de remboursement variable selon l'évolution de l'indice CAC: nominal du titre encas de recul de l'indice CAC,115 % de la progression de l'indice CAC si celui-

Toutefois depuis 1985 se sont multipliées des émissions plus sophistiquées, le plus souvent lancées par des sociétés du secteur privé ,(en 1996 cas des emprunts Rhône-Poulenc, Pernod-Ricard ,en 1997 Générale des Eaux, en 1998 ceux notamment de Alcatel-Alsthom, Carrefour, Lagardère, Péchiney, Peugeot, Rexel, Promodès et Accor) se traduisant par des prix de remboursement variable des obligations indexés sur le cours de l'action de l'émetteur: l' exemple de l'emprunt Générale des Eaux (Février 1997) en témoigne: de maturité 6 ans et demi, les obligations émises à 887F (soit 120% du cours de l'action au moment du lancement de l'émission) seront remboursées à un prix de remboursement minimum garanti à hauteur de 140% du prix initial de l'action , à moins que l'action ne s'apprécie , auquel cas le prix de remboursement de l'obligation pourrait atteindre jusqu'à 237% du cours de l'action (1752 F) , la société se réservant de rembourser par anticipation ses obligations en cas de dépassement de ce seuil . En d'autres termes à l'obligation à coupon unique est associée une valeur de remboursement à caractéristiques optionnelles , dont la valeur (positive) pour le souscripteur justifie l'acceptation par ce dernier d'un taux d'intérêt de l'obligation extrêmement bas (au minimum garanti est associé un taux actuariel de 2.31%) permettant à la société de lever de l'argent frais à un coût moindre que celui auquel la société aurait pu prétendre par le biais d'une obligation classique⁷.


Notons que ces emprunts indexés sur le cours de l'action de l'émetteur sont également très fréquemment des emprunts zéro-coupon .

ci a progressé avec un maximum de 8 fois la mise de fonds initiale. Avant cette date des 'fenêtres de sortie' sont prévues la 5ème année (le souscripteur récupère alors 105% de la progression de l'indice CAC avec un maximum de 2 fois la mise de fonds initiale)la 6ème année (le souscripteur récupère alors 107% de la progression de l'indice CAC avec un maximum de 3 fois la mise de fonds initiale) et la 7ème année (le souscripteur récupère alors 110% de la progression de l'indice CAC avec un maximum de 5 fois la mise de fonds initiale)

⁷ Dans un tel cas de figure ,pour l'évaluation de la valeur de l'option on fera appel, comme nous l'avons vu précédemment lors de l'analyse des Absa , à la théorie des options, la valeur de l'option s'ajoutant à la valeur actuarielle de l'obligation nue.

Un exemple d'emprunt obligataire indexé sur action (Oia): PROMODES 0% 1998-2005

Cet avis paraît à titre d'information uniquement.




Promodès

Emprunt PROMODÈS 0%


400 000 000 FRF

**Obligations indexées
sur l'action PROMODÈS**

Juillet 1998 - Juillet 2005



Dresdner Kleinwort Benson



**NATEXIS
CAPITAL**

CHEFS DE FILE ASSOCIÉS

Visa COB n° 98-619 du 7 juillet 1998