

F- les obligations à bons de souscriptions d'obligations (Obso)

Il s'agit d'une obligation classique à laquelle est attachée une option d'achat permettant à son détenteur de souscrire d'ici une date donnée¹ ou à une date donnée²(date d'exercice) à un prix fixé à l'avance (prix d'exercice) selon une parité fixée à l'avance³ une obligation ou plusieurs obligations nouvelles⁴ à émettre . On se réfère à cette option d'achat en parlant de bon de souscription d'obligations et le titre initialement émis est qualifié d'obligation avec bon de souscription d'obligations (Obso)⁵

Certains investisseurs peuvent être intéressés par ce type d'obligations en période de baisse des taux : en effet tout remboursement d'un titre , en période de baisse des taux, se traduira par un réemploi des sommes concernées à un taux d'intérêt moins rémunérateur; l'avantage de la détention d'un tel bon de souscription d'obligations est de leur permettre de voir se maintenir leur rémunération au taux initial au delà du terme normal de l'emprunt⁶. Alternativement le fait même de l'existence de ce bon de souscription , ayant une valeur certaine , permet à son détenteur , s'il n'envisage pas de l'exercer, de le vendre sur le marché des bons , et d'accroître d'autant la rentabilité de son placement initial. En contrepartie le taux à l'émission de ce type d'obligations sera inférieur à celui associé à des obligations classiques.

¹ s'il s'agit d'une option d'achat de type américain

² s'il s'agit d'une option de type européen

³ une obligation nouvelle pour 5 obligations détenues par exemple

⁴ souvent identiques à celle dont l'option est détachée

⁵ le prix de marché d'une Obso peut être représenté de la façon suivante:

prix de l'obligation avec bon de souscription d'obligation = prix qui aurait été payé pour l'obligation classique de mêmes caractéristiques (hors l'existence du bon) + valeur de l'option d'achat d'obligation

le souscripteur paiera donc plus cher l'obso , en raison de l'option qui lui est accordée d'acheter de nouvelles obligations au prix convenu à la date d'exercice du bon .

A ce prix plus élevé correspondra pour le souscripteur un taux de rendement de l'opération inférieur à celui auquel aurait conduit , au même moment, une souscription d'obligations classiques.

(pour une présentation des problèmes posés par l'évaluation d'un bon de souscription d'obligations lire:

G.Courtadon Une synthèse des modèles d'évaluation d'options sur obligations, FINANCE, n°2, 1985, pp.161-186

et J.C.Augros Les Options de Taux d'intérêt , Paris: Economica ,1989

ces deux auteurs montrent que ce n'est que pour des options d'achat européennes de durée de vie courte dont le sous-jacent est une obligation à échéance éloignée , que l'on pourrait à la limite utiliser le modèle de Black et Scholes (1973). (c'est-à-dire pour des caractéristiques pour lesquelles pourraient être présumées une stabilité à court terme du taux d'intérêt sans risque et une stabilité de la volatilité du titre sous-jacent). Lorsque ces conditions n'existent plus, et c'est souvent le cas, il est préférable, selon Augros, de retenir une autre formule de Black (1976)(The Pricing of Commodity Contracts, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, volume 3, n°1-2, Jan-March 1976, pp.167-179) , celle de l'évaluation d'une option sur contrat à terme forward . [engagement de réaliser une transaction à une date future (la date de livraison) , à un prix forward contractuel (le prix de livraison) convenu lors de la conclusion du contrat] : dans ce cas la formule d'évaluation d'une telle option d'achat européenne est de :

$$V_{bso} = e^{-rT} [F.N(d_1) - K.N(d_2)]$$

avec $d_1 = [\text{Ln} (F/K) + 0.5 \sigma^2 T] / \sigma \sqrt{T}$ et $d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$

F étant le prix forward de l'obligation sous-jacente pour la maturité

(F = prix comptant de l'obligation . e^{rT})

et K le prix d'exercice auquel sera souscrite la nouvelle obligation à la date d'exercice du bon

⁶ à supposer que l'émission ne présente par ailleurs une clause d'amortissement anticipé au gré de l'émetteur, laquelle réduirait ou pourrait même anéantir l'avantage en question

Les Obso présentent aussi quelques avantages pour les émetteurs :

- . en premier lieu elles autorisent généralement la fixation de conditions de rémunération de l'emprunt inférieures à celles d'un emprunt obligataire classique , en raison même de l'existence du bon de souscription.

- . elles leur permettent de différer la levée d'une partie des fonds lorsque le réemploi de ceux-ci n'est pas envisagé dans l'immédiat : le différé d'acquisition de fonds qui autrement auraient du être rémunérés au taux de l'émission et, dans l'attente de leur utilisation, du être réemployés sous forme de placements monétaires moins bien rémunérés, permet une économie additionnelle de frais financiers

- . elles permettent en outre à terme une réduction des commissions bancaires sur le nouvel emprunt qui sera issu de l'exercice des bons de souscription.

Les premiers émetteurs d'obligations à bon de souscription d'obligations ont été des émetteurs du secteur public (Caisse Nationale de Télécommunications en décembre 1981⁷, SNCF en janvier 1982) ou d'établissements bancaires. Peu d'émetteurs privés ont par contre utilisé les Obso , ceux-ci préférant faire appel aux Obligations à bons de souscription d'actions (obsa).

⁷ 100 000 obligations 16% émises à 96.50% du nominal assorties chacune d'un bon de souscription , immédiatement négociable, donnant le droit de souscrire pendant une période de 3 ans à une autre obligation présentant les mêmes caractéristiques (taux d'intérêt, nominal, procédure d'amortissement)