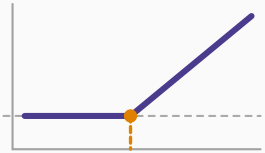
Marchés et produits financiers

Chapitre 17 : Les obligations d'entreprise



Jaouad Madkour

Faculté d'Économie et de Gestion de Tanger · 29 août 2026

Plan du chapitre

Avant de commencer

Le cadre contractuel

Rembourser avant l'échéance

Les risques de crédit

Le haut rendement

Défaut et rendement espéré

Synthèse

Avant de commencer

Pourquoi ce chapitre

Pourquoi ce chapitre ?

Le chapitre 16 a traité les taux d'intérêt et les obligations souveraines, réputées sans risque de défaut. Passons aux **obligations d'entreprise**, qui ajoutent une dimension décisive : le **risque de crédit**. On y voit le contrat qui lie l'émetteur aux porteurs, les mécanismes de remboursement anticipé, la distinction entre risque de **défaut** et risque de **spread**, et le calcul du rendement réellement espéré.

Le cadre contractuel

L'acte de fiducie

L'indenture

L'**acte de fiducie** (*indenture*) est le contrat qui régit l'émission : montant, échéance, coupon, rang de créance, sûretés, et surtout les **clauses de sauvegarde** (*covenants*) limitant l'action de l'émetteur — plafond d'endettement, ratios financiers à respecter, restrictions sur les dividendes ou les cessions d'actifs.

Le rôle du fiduciaire

Les porteurs étant nombreux et dispersés, un **fiduciaire** (*trustee*) les représente collectivement. Il vérifie le respect des clauses, agit en leur nom en cas de manquement et déclenche les recours. Sans lui, aucun porteur individuel n'aurait intérêt à supporter seul le coût d'une action en justice.

Pourquoi les clauses de sauvegarde existent

Une fois l'emprunt levé, l'actionnaire a intérêt à accroître le risque : il capte les gains, les créanciers subissent les pertes. Les *covenants* bornent cette possibilité. C'est le **conflit actionnaires-créanciers**, un problème d'agence de même nature que ceux rencontrés aux chapitres 1 et 2.

Les caractéristiques d'une obligation

Quatre dimensions

L'**émetteur** — entreprise industrielle, financière, service public. La **maturité** — court, moyen ou long terme. Le **taux d'intérêt** — fixe, variable, ou à coupon nul. Les **sûretés** — obligation garantie par des actifs, ou simplement chirographaire, adossée à la seule signature de l'émetteur.

Le rang de créance

En cas de liquidation, les créanciers sont désintéressés dans un ordre strict : créances garanties d'abord, puis dettes senior, puis dettes **subordonnées**, et enfin les actionnaires. Le rang détermine le **taux de recouvrement** espéré, donc le rendement exigé à l'émission.

Rembourser avant l’échéance

Quatre mécanismes

Clause de remboursement anticipé

L'émetteur peut rembourser par anticipation à un prix convenu. C'est une **option d'achat** qu'il détient : il l'exerce quand les taux baissent, pour se refinancer moins cher. Le porteur exige donc un rendement supérieur en compensation.

Fonds d'amortissement

Le **fonds d'amortissement** (*sinking fund*) oblige l'émetteur à rembourser une fraction de l'encours chaque année. Il réduit progressivement l'exposition des porteurs et abaisse le risque de refinancement massif à l'échéance.

Quatre mécanismes (suite)

Rachat sur le marché et offre publique

L'émetteur peut simplement **racheter ses titres** sur le marché secondaire, sans clause particulière — intéressant quand ils cotent en dessous du pair. Il peut aussi lancer une **offre de rachat** (*tender offer*) à un prix fixé, souvent assortie d'une demande de modification des clauses de sauvegarde.

Une asymétrie systématique

Tous ces mécanismes profitent à l'émetteur : il rembourse quand cela l'arrange, c'est-à-dire quand les taux ont baissé et que l'obligation vaut cher. Le porteur subit un **risque de réinvestissement** — il récupère son capital au pire moment, quand les placements alternatifs rapportent moins.

Les risques de crédit

Deux risques distincts

Le risque de défaut

C'est le risque que l'émetteur **n'honore pas** ses engagements. Il se matérialise rarement mais coûte cher, la perte dépendant du taux de recouvrement.

Le risque de spread

C'est le risque que l'**écart de rendement** exigé par le marché s'élargisse, même sans défaut. Le prix de l'obligation baisse alors immédiatement. Ce risque se matérialise **fréquemment** et affecte la valorisation quotidienne du portefeuille.

Lequel domine ?

Pour un investisseur qui conserve jusqu'à l'échéance, seul le **défaut** compte. Pour un portefeuille valorisé au marché — un portefeuille de négociation, un fonds — c'est le **spread** qui détermine la performance mesurée. Le même titre porte donc un risque différent selon l'intention de détention, distinction déjà rencontrée au chapitre 1 entre portefeuille bancaire et portefeuille de négociation.

Le risque d'événement

Le **risque d'événement** est celui d'une dégradation soudaine liée à une opération exceptionnelle : rachat par endettement (*LBO*), restructuration, acquisition majeure, catastrophe industrielle,

Le haut rendement

Les obligations spéculatives

Définition

Les obligations à **haut rendement** portent une notation inférieure à la catégorie d'investissement. Trois origines : l'**ange déchu**, entreprise autrefois bien notée et dégradée ; l'**émetteur en croissance** sans historique suffisant ; l'entreprise issue d'un **rachat par endettement**, dont la structure financière est délibérément très endettée.

Des structures de paiement particulières

Les obligations à **coupon différé** ne versent rien pendant les premières années. Les obligations à **paiement en nature** (*PIK*) règlent le coupon en émettant de nouveaux titres plutôt qu'en numéraire. Les obligations à **coupon progressif** prévoient un taux croissant. Toutes visent à soulager la trésorerie de l'émetteur au début de la période.

Ce que ces structures révèlent

Elles reportent la charge de trésorerie vers le futur, en pariant que la situation de l'entreprise s'améliorera. Si ce pari échoue, l'endettement a entre-temps augmenté — le paiement en nature accroît mécaniquement le principal dû. Ces titres concentrent donc le risque sur les années ultérieures.

Défaut et rendement espéré

Mesurer le défaut

Taux de défaut et taux de recouvrement

Le **taux de défaut par émission** est la proportion d'émissions ayant fait défaut sur une période. Le **taux de défaut en montant** pondère par les montants concernés : les deux diffèrent sensiblement, une grande émission défaillante pesant lourdement sur le second. Le **taux de recouvrement** est la fraction de la créance effectivement récupérée, généralement plus élevée pour les dettes garanties et senior.

Une corrélation défavorable

Les taux de recouvrement **baissent** précisément lors des années de forts défauts : les actifs à céder sont nombreux et les acheteurs rares. Défaut et recouvrement sont donc négativement corrélés, ce qui aggrave les pertes en récession — un effet que les modèles supposant leur indépendance sous-estiment systématiquement.

Le rendement réellement espéré

Décomposer le rendement

Le rendement affiché d'une obligation d'entreprise n'est **pas** le rendement espéré : il ignore la probabilité de défaut. Approximativement,

$$\text{rendement espéré} \approx \text{rendement affiché} - \text{PD} \times (1 - \text{taux de recouvrement}),$$

soit le rendement diminué de la **perte attendue** au sens du chapitre 1 du premier cours.

Les composantes de l'écart de rendement

L'écart avec le souverain rémunère la **perte attendue** de crédit, une **prime de risque** pour l'incertitude autour de cette perte, une **prime de liquidité** pour la difficulté de revente, et parfois un traitement **fiscal** différent. Attribuer tout l'écart au seul risque de défaut est une erreur d'interprétation courante.

Le puzzle de l'écart de crédit

Les écarts observés dépassent nettement les pertes historiques par défaut, y compris après prise en compte du risque. Une part importante s'explique par la **liquidité** et par la crainte de pertes extrêmes rarement réalisées — le même mécanisme qui rend le portage rentable en moyenne, avec des pertes concentrées sur de rares épisodes.

Synthèse

Ce qu'il faut retenir

Synthèse du chapitre

L'**acte de fiducie** encadre l'émission, ses **clauses de sauvegarde** limitant le conflit entre actionnaires et créanciers, et le **fiduciaire** représente collectivement des porteurs trop dispersés pour agir seuls. Le **rang de créance** détermine le recouvrement espéré. Quatre mécanismes permettent un remboursement anticipé — clause de rachat, fonds d'amortissement, rachat sur le marché, offre publique — tous favorables à l'émetteur et créant un **risque de réinvestissement**. Il faut distinguer le risque de **défaut**, rare et coûteux, du risque de **spread**, fréquent et déterminant pour un portefeuille valorisé au marché, auxquels s'ajoute le **risque d'événement**. Le **haut rendement** recouvre anges déchus, émetteurs en croissance et sociétés sous LBO, avec des structures de paiement qui reportent la charge dans le temps. Enfin, le rendement affiché n'est pas le rendement espéré : il faut en retrancher la **perte attendue**, et l'écart de crédit rémunère aussi la liquidité et l'incertitude, non le seul défaut.