

Les emprunts par obligations et leurs différentes formes

Autor(en): **Neuhaus, Jean**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **20 (1962)**

Heft 3

PDF erstellt am: **24.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-135494>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Les emprunts par obligations et leurs différentes formes

Jean Neuhaus

Berne

Les obligations appartiennent à la catégorie des titres dits *de créance*. Elles représentent une prestation en argent et sont émises simultanément et en série pour obtenir des crédits à long et à moyen terme. Il importe de ne pas confondre les obligations avec les bons de caisse des banques, qui représentent généralement des dépôts consentis pour une durée de trois à cinq ans.

Du point de vue *juridique*, on admet que l'on est en présence d'obligations lorsqu'un certain nombre de papiers-valeurs de même genre représentent chacun une partie d'une dette déterminée. Il n'est nullement nécessaire que ces parts soient de valeur identique. L'unité de la dette est exprimée par l'indication du montant global de l'emprunt, ainsi que par les différentes dispositions relatives au remboursement, à la dénonciation, à l'amortissement et au paiement de l'intérêt. Les obligations d'emprunt peuvent trouver leur justification légale dans la garantie d'un prêt, la conversion ou le renouvellement d'une dette existante.

Dans les relevés statistiques, on distingue également les emprunts *offerts en souscription publique* des emprunts dont *l'émission n'est pas publiée*. On considère que les obligations sont offertes en souscription publique, lorsque les personnes intéressées sont invitées à souscrire, dans un délai déterminé, par un prospectus établi conformément aux dispositions légales, ainsi que par voie de circulaire. A la deuxième catégorie appartiennent les obligations qui ne sont pas offertes au public en général, mais seulement à certaines personnes, avisées oralement ou par lettre, en l'absence de toute insertion dans la presse.

Les obligations produisent généralement un intérêt fixe et leur remboursement a lieu à une date déterminée à l'avance. Il existe toutefois plusieurs *variantes*; l'emprunt s'assortit en effet de conditions plus ou moins attractives selon la liquidité du marché des capitaux ou la solvabilité du débiteur. Les conditions de remboursement de l'emprunt et du versement des intérêts peuvent donc présenter des caractéristiques fort différentes. Le présent article ne saurait constituer une étude exhaustive des différentes formes d'obligations. Nous nous contentons de donner ici un aperçu des modes de prélèvement les plus usités.

1. Modes de remboursement des capitaux

a) *Titres de rente*

On appelle titres de rente les obligations pour lesquelles l'Etat emprunteur s'engage à verser des intérêts pendant une durée indéterminée, mais ne prend aucun engagement en ce qui concerne le remboursement du capital. L'Etat peut amortir de telles dettes en rachetant ses propres valeurs cotées en bourse, à moins qu'il ne se soit réservé un droit de dénonciation ou un autre mode de liquidation de l'emprunt.

b) *Obligation avec garantie de rachat*

La garantie de rachat au pair, ainsi que le remboursement au-dessus de la valeur nominale à la fin de la période d'emprunt constituent pour le souscripteur des conditions intéressantes, qui contribuent à maintenir la valeur et le cours des obligations. De telles conditions sont toutefois assez rares.

c) *Emprunts à remboursements échelonnés*

Les emprunts dont les obligations sont remboursées non pas en même temps, mais selon un plan établi lors de l'émission sont appelés emprunts à remboursements échelonnés ou emprunts amortissables. Relativement fréquents, ces emprunts présentent certains avantages pour le créancier, car le remboursement échelonné a les mêmes effets sur le rendement moyen que la réduction de la durée de l'emprunt; il entraîne notamment une hausse du revenu, lorsque l'émission a été faite au-dessous du pair. Le plan d'amortissement peut faire l'objet de nombreuses combinaisons, plus particulièrement en ce qui concerne la durée de la période de remboursement et l'importance des tranches versées.

d) *Emprunts convertibles*

Les emprunts convertibles sont encore très peu connus dans notre pays, bien qu'ils existent aux Etats-Unis depuis près d'un siècle et en Allemagne depuis fort longtemps aussi. Les titres convertibles, d'un genre très particulier, occupent en quelque sorte une position intermédiaire entre les obligations et les actions. Ils se distinguent des obligations ordinaires par le fait qu'ils peuvent être, à la demande du créancier, transformés en actions de la société débitrice à certaines conditions fixées lors de l'émission. De tels papiers-valeurs présentent tout à la fois les avantages des obligations et des actions; comme les premières, ils produisent en effet un intérêt fixe et comme les secondes, ils constituent un titre de créance fondé sur des valeurs réelles. Les emprunts convertibles ne sont toutefois pas uniquement profitables au souscripteur, mais également à l'emprunteur lui-même, en raison du fait que la conversion s'effectue généralement à un taux bien supérieur à la valeur nominale des actions, ce qui n'est habituellement pas le cas pour les augmentations ordinaires de capital. Parmi les emprunts convertibles lancés en Suisse, mentionnons ceux de la Holding Landis & Gyr S. A., à Zoug, émis avec succès en 1957 et 1960, ainsi que les prélèvements effectués l'année dernière par la fabrique de machines Oerlikon, la société anonyme Brown Boveri & Cie et par la fabrique de produits chimiques J. R. Geigy S. A.

e) *Emprunts à option*

Apparentés aux emprunts convertibles, les emprunts à option donnent aux détenteurs d'obligations la possibilité de décider, dans une période déterminée, s'ils désirent maintenir leur statut d'obligataire ou changer dans un certain délai leurs obligations contre des actions. La décision de l'obligataire dépend évidemment de la bonne marche de l'entreprise. S'il ne fait pas usage de son droit d'option, l'obligataire ne peut demander ultérieurement l'échange de ses titres contre des actions, ce qui reste en revanche toujours possible pour le souscripteur d'un emprunt convertible.

f) *Emprunts avec garantie-or*

Les emprunts-or, qui apparaissent notamment en période de pénurie de capitaux, sont sujets à de vives contestations et même interdits dans certains pays, tels les Etats-Unis. Il s'agit ici d'emprunts directement liés au prix du métal jaune ou dont les conditions comportent une autre clause-or. Cette garantie-or était notamment assurée à l'emprunt français Pinay lancé en 1958 sous le slogan « L'or qui porte intérêt. » La garantie reposait moins sur le prix de l'or en barre que sur le cours du « Napoléon ». L'emprunt a été souscrit aussi bien en francs français qu'en monnaie-or; le « Napoléon » était accepté au cours de 4000 fr. fr. A l'origine, le Gouvernement français avait même envisagé la possibilité d'autoriser les souscriptions officielles en valeur-or. Il fallut y renoncer en raison des engagements pris par la France lors de la signature des accords de Bretton-Wood. Toutefois, par l'entremise des banques, qui se déclarèrent prêtes à lier les achats d'or aux souscriptions sans prélever la commission usuelle, on en est arrivé à autoriser pratiquement les souscripteurs à acquérir des obligations contre de l'or.

g) *Emprunts avec primes de remboursement*

L'Electricité de France a lancé en 1951 un emprunt d'un genre particulier, en ce sens que le remboursement est effectué selon un taux progressif. Le souscripteur peut en outre demander après cinq ans le remboursement de ses obligations à leur valeur nominale. Pour les créanciers qui conservent toutefois leurs titres pendant toute la durée de l'emprunt — vingt ans — il est prévu un plan d'amortissement d'une durée de quinze ans, ainsi que le versement de « primes de fidélité » variant selon un taux progressif de 10 à 32,5 %.

h) *Emprunts garantis par des valeurs réelles*

Pour ce genre d'emprunts, la valeur nominale des titres n'a que peu d'importance; l'accent est mis avant tout sur le maintien de la valeur réelle de l'obligation. Celle-ci est garantie par des gages offrant à l'obligataire des possibilités de dédommagement. La qualité du titre repose au premier chef sur le genre des sûretés offertes, sur le crédit dont bénéficie le détenteur du gage comme aussi sur le renom de l'institut d'émission. Les lettres de gage et les obligations industrielles avec garantie hypothécaire constituent d'ailleurs aussi un genre d'obligations garanties par des valeurs réelles.

i) *Emprunts indexés*

On connaît plusieurs genres d'emprunts indexés; selon les cas, l'intérêt seulement, le capital, et parfois tous les deux sont liés à un indice exprimant la dépréciation de la monnaie. Le créancier désire avant tout se prémunir contre la dévalorisation de l'argent et choisit de ce fait un emprunt indexé sur les prix de détail ou les prix de gros. En revanche, l'entreprise débitrice — ne serait-ce que par crainte de voir le niveau général des prix s'élever plus rapidement que ses propres gains — accorde la préférence à un indice plus directement lié aux exigences économiques de l'entreprise, tel celui qui se rapporte au chiffre d'affaires, au prix de revient ou au bénéfice net.

L'emprunt, garanti par des valeurs réelles, lancé en 1951 par l'organisation faitière des sociétés coopératives de consommation suédoises, était fondé sur l'indice du coût de la vie. Les versements, effectués au pair, ainsi que le service de l'intérêt ne sont point touchés par

l'indice. Seul est influencé le taux de remboursement, qui s'établit d'après l'indice du coût de la vie. Cette manière de procéder doit permettre de compenser les pertes résultant d'une dépréciation de la monnaie jusqu'à concurrence de 50 % de la valeur nominale des obligations.

j) *Emprunts garantis par des marchandises*

Les emprunts à valeur fixe ou garantis par des marchandises sont également des emprunts indexés au sens large du terme. En août 1922, à Oldenburg, l'Institut national de crédit a été autorisé à émettre des titres, appelés « Roggenanweisungen », dont la garantie portait sur des céréales, du seigle plus exactement. Six mois plus tard apparut à Berlin une banque constituée précisément pour émettre des papiers-valeurs (Roggenrentenbriefe), qui étaient en quelque sorte des lettres de gage avalisées par une certaine quantité de seigle. Plusieurs emprunts suivirent, dont la garantie portait sur d'autres marchandises — froment, charbon, bois, potasse — et même sur des services. Etant donné que l'existence des obligations garanties par des valeurs fixes a pour effet d'attirer l'attention du public sur la dépréciation de la monnaie, on peut se demander si ces titres sont utiles ou nuisibles à l'économie. Cela est naturellement aussi valable pour les emprunts indexés, dont la généralisation risquerait de faire perdre à l'argent sa fonction de commune mesure des valeurs au profit de l'indice, qu'on utiliserait peu à peu pour évaluer toutes choses. Point n'est besoin, semble-t-il, de relever les répercussions fâcheuses que pourrait avoir pareille évolution sur l'ensemble de notre économie.

2. Modes de paiement des intérêts

a) *Obligations présentant des avantages particuliers*

Pour faciliter leur placement, les obligations d'emprunt sont parfois émises à des conditions particulièrement intéressantes. A cette catégorie de titres appartiennent notamment les créances à intérêt fixe, lesquelles sont soit exonorées des droits fiscaux — ce qui ne laisse pas d'améliorer directement ou indirectement le rendement — soit émises au-dessous du pair ou encore remboursées au-dessus de leur valeur nominale. En outre, certains titres produisent, en plus de l'intérêt de base, un intérêt supplémentaire dont le taux est généralement calculé pour les obligations industrielles d'après le résultat de l'exercice et pour les obligations d'Etat d'après le taux officiel de l'escompte.

b) *Emprunts différés*

Les emprunts différés, qui produisent un intérêt variable et limité dans le temps, ne sont guère répandus chez nous. Un tel emprunt a été lancé en 1954 par les Rhodes-Extérieures d'Appenzell pour une durée de vingt ans. Le taux d'intérêt s'établit ici à 2,75 % de 1954 à 1969, pour passer ensuite à 3 %.

c) *Obligations à primes*

Les obligations dites à primes se caractérisent par le fait que l'emprunteur, tout en restant débiteur pour le capital émis, garantit chaque année aux obligataires par tirage au sort le versement d'un certain montant en lieu et place de l'intérêt habituel. Précisons toutefois

que la plupart de ces obligations rapportent, en plus, un faible intérêt. Le système des obligations à primes n'est guère utilisé en Suisse comme moyen de placement. Conformément à l'article 515 CO, l'émission de tels papiers est soumise à l'autorisation du Conseil fédéral, alors que l'approbation du Département fédéral des finances doit être requise lorsqu'il s'agit d'obligations à primes étrangères. Cette forme d'emprunt a toujours été très appréciée en France; c'est pourquoi on la retrouve plus spécialement en Suisse romande. Notons cependant que seuls les cantons de Fribourg et de Neuchâtel, ainsi que la commune de Fribourg, sont actuellement débiteurs d'obligations à primes.

d) *Emprunts à intérêt variable*

On parle communément d'emprunt à intérêt variable lorsque l'assemblée des créanciers, qui se réunit conformément à la loi au moment où le débiteur ne peut plus faire face à ses engagements, modifie le taux d'intérêt fixé dans les conditions d'emprunt en le liant aux gains futurs de l'entreprise. Ces obligations, émises à l'occasion d'un assainissement, s'identifient aux actions en ce qui concerne le rendement. Il arrive aussi fréquemment que l'on fixe un intérêt minimum et que l'on prévoie un taux variable portant sur la différence existant entre le taux initial et celui qui est fixé par l'assemblée des créanciers. Ils convient toutefois de préciser qu'un intérêt variable peut également être prévu pour toute nouvelle émission; l'article 1156 CO prescrit que, dans ce cas, les conditions relatives à l'intérêt doivent être mentionnées en détail dans le prospectus.

e) *Obligations de base*

Les obligations dites de base sont encore très peu connues sur le marché suisse des emprunts. Elles se distinguent des titres ordinaires par le fait qu'elles prennent rang après tous les autres engagements du débiteur. L'obligataire reçoit un intérêt plus élevé en contrepartie de ce risque supplémentaire. Les Fabriques de Tabac Réunies à Neuchâtel-Serrières ont émis, en 1950, des obligations de base au taux de 4,5 %. De tels prélèvements se justifient aussi bien du point de vue économique que du point de vue sociologique. Ils conviennent plus particulièrement aux sociétés familiales qui désirent accroître leurs disponibilités sans avoir recours à l'augmentation de capital, qui risquerait d'enlever à la société son caractère familial — acquisition d'actions par des tiers. Relevons toutefois que ce genre d'emprunt se rencontre aussi dans les sociétés anonymes dont les actions sont largement diffusées, notamment lorsque l'entreprise désire maintenir une position de force sans engager ses propres capitaux. Sans doute l'émission d'obligations de base est-elle dans pareil cas une solution plus élégante que celle qui consiste à émettre des actions à droits de vote multiples.

f) *Emprunts à taux adaptable*

L'emprunt « Fairplay 1957 », dont on a beaucoup parlé, lancé par la Fédération des coopératives Migros à Zurich, est un emprunt à taux adaptable, dans lequel les risques de cours sont éliminés et qui garantit au souscripteur un intérêt minimum. Une hausse du taux de l'intérêt sur le marché des capitaux entraîne automatiquement une amélioration du revenu des obligations. En revanche, si les taux baissent, l'intérêt annuel produit par l'obligation baisse aussi, mais jamais au-dessous de la cote minimum de 4,5 %. L'intérêt est fixé d'après la moyenne annuelle des taux offerts par les banques cantonales pour leurs obligations de caisse, moyenne qui est publiée dans le *Bulletin mensuel* de la Banque Nationale Suisse.

