DROIT DES SOCIÉTÉS

Financement des investissements : l'émission d'OBLIGATIONS

Le présent article démarre une série, dans ces mêmes colonnes, consacrée, en matière de droit des sociétés, aux outils juridiques à la disposition des sociétés commerciales pour le financement de leurs investissements.
Le regain d'intérêt accordé par les PME régionales à l'émission d'obligations, également intitulé emprunt obligataire, nous incite à démarrer cette série par un article dont le thème porte sur le sujet de l'émission d'obligations.

Après avoir défini succinctement la notion d'obligations en droit des sociétés et du financement [I], nous aborderons les avantages que présente l'outil, notamment par comparaison avec l'emprunt bancaire, et la création d'actions [II], avant de rappeler brièvement les conditions préalables et modalités d'émission [III].

I. Définition de la notion d'Obligations :

Dans le cadre qui nous intéresse dans cet article, une obligation est une valeur mobilière émise par une société commerciale, qui permet de constater à la fois l'existence d'une créance d'un tiers sur la société, et de constater la créance elle-même.

Il s'agit d'un titre financier, négociable, qui peut donc se transmettre de la même manière qu'une action, et qui représente une créance sur la société qui l'a émise.

En général, l'émission d'obligations présente un caractère collectif, les différents porteurs d'obligations étant regroupés dans un groupe appelé « masse des obligataires », qui dispose de droits spécifiques. Ils ne disposent pas de droit de vote pour l'adoption des décisions relevant du pouvoir des actionnaires (réunis en assemblée générale par exemple), ils disposent uniquement du droit de voter les décisions éventuelles de la masse des obligataires.

En pratique un obligataire est donc une personne physique ou morale, qui met des fonds à disposition d'une société commerciale, dans le cadre d'un emprunt dit obligataire, que cette dernière doit donc, en principe, rembourser, emprunt présentant toutes les caractéristiques d'un emprunt classique (ou bancaire), à savoir la définition d'échéances de remboursement, le paiement d'intérêts, l'existence de garanties, etc.

L'emprunt obligataire est crée par la négociation et la conclusion d'un contrat d'émission qui va en fixer toutes les conditions, d'une part celles d'un emprunt classique, mais également, d'autre part, éventuellement celles permises dans le cadre d'un emprunt assorti de l'émission d'obligations, à savoir par exemple la possibilité de prévoir que les obligations, sous certaines conditions, pourront être converties en actions, de prévoir le paiement par la société d'une prime de non conversion, etc.

II. Les avantages (et inconvénients) du financement par émission d'obligations

Les moyens classiques de financer le développement d'une société commerciale, partant du postulat que les fonds que peuvent apporter le ou les fondateurs ou actionnaires historiques sont insuffisants, sont : le recours à l'emprunt bancaire, mais les banques refusent parfois de consentir des prêts, le recours à une levée de fonds en capital social, mais cela a pour effet de faire entrer au capital social des investisseurs financiers, et donc d'entrainer une dilution des actionnaires historiques, lesquels investisseurs financiers espèrent pouvoir revendre leurs actions, à un terme plus ou moins long, tout en réalisant une plus value.

L'émission d'un emprunt obligataire peut constituer une solution intermédiaire entre la levée de fonds par augmentation de capital social et le recours à l'emprunt bancaire. Cela peut aussi être une solution qui permet de convaincre d'un côté, les investisseurs financiers et de l'autre les banquiers, de participer aussi à la levée de fonds, chacun dans son registre.

C'est donc essentiellement par rapport à l'emprunt bancaire et à l'augmentation de capital que nous allons mettre en lumière les avantages et inconvénients, de l'émission d'un emprunt obligataire, sans prétention d'exhaustivité.

Par rapport à la création d'actions :

- L'émission d'obligations permet d'éviter la dilution des actionnaires historiques, puisque les obligations ne participent pas au capital social. Si les obligations sont convertibles en action, la dilution peut intervenir plus tard, en cas de conversion des obligations en actions, mais en la matière toutes les conditions sont négociables et fixées dans le contrat d'émission.
- Réciproquement, si ce n'est pas un investisseur mais un actionnaire historique qui souscrit les obligations, (par exemple en convertissant des sommes qu'il aurait apportées en compte courant d'associé vers l'emprunt obligataire), les obligations convertibles sont alors un moyen de faire augmenter la participation des actionnaires historique au capital, face aux purs investisseurs financiers qui seraient entrés au capital social, par exemple si les objectifs du budget prévisionnel sont atteints.
- L'emprunt obligataire permet de rémunérer immédiatement le souscripteur des obligations grâce au paiement d'intérêts, sans attendre un hypothétique dividende conditionné à la réalisation d'un bénéfice.
- L'emprunt obligataire permet de chercher des solutions de garantie de remboursement par la société, donc à potentiellement limiter le risque de l'investisseur.
- Une facilité de mise en œuvre : une décision des actionnaires n'est pas toujours requise, selon les dispositions statutaires et le fait que les actions soient convertibles ou non en actions, dans certaines hypothèses elles peuvent être émises sur simple décision du dirigeant de la société.
- Les obligations ne sont pas des actions donc leur souscription ne rend pas le souscripteur éligible aux mécanismes fiscaux d'incitation à l'investissement, comme par exemple le placement des titres sur un PEA, ou le bénéfice de la réduction d'impôt sur le revenu.

Par rapport à l'emprunt bancaire :

- Les obligations sont ouvertes à tous ou presque : Le souscripteur d'obligations n'est pas nécessairement un établissement financier, ce peut être un investisseur privé, personne physique ou morale, qui n'est ni une banque ni un établissement financier.
- Si les obligations ne sont pas convertibles en actions, ce mode de financement est très semblable à l'emprunt bancaire classique, mais présente parfois un coût plus élevé en matière de taux d'intérêt.
- L'emprunt obligataire, assorti d'une augmentation de capital, peut permettre de faciliter globalement l'obtention d'emprunts bancaires en parallèle, mais cela n'est pas aussi efficace qu'une pure augmentation de capital, puisque l'emprunt obligataire ne permet pas forcément d'améliorer le ration fonds propres/endettement.
- Lorsque ce sont les actionnaires historiques, voire les investisseurs déjà présents au capital social qui souscrivent des obligations, le délai de mise en œuvre peut être très rapide compte tenu de leur connaissance de l'entreprise, ce qui constitue un avantage, tant comparé à l'emprunt bancaire qu'à la levée de fonds en capital social.

III. Conditions préalables et modalités d'émission d'obligations

Les éléments les plus importants à garder en mémoire sont les suivants :

L'émission d'obligations non convertibles peut relever du pouvoir du dirigeant de la société, mais si elles sont convertibles en actions, il sera nécessaire de faire statuer les associés, puisque leur conversion en actions entrainera la création d'actions nouvelles réservées à certains investisseurs, et donc sans droit préférentiel de souscription des actionnaires.

L' émission d'obligations n'est possible en principe que si la société a clôturé au moins deux exercices préalablement à l'émission, sauf à faire intervenir un commissaire aux comptes rédigeant un rapport à destination des actionnaires dans le cadre de l'émission.

De plus en plus souvent, les investisseurs en obligations convertibles demandent également à pouvoir participer à la conclusion du pacte d'actionnaire, afin de s'assurer de bénéficier à terme des mêmes droits que les investisseurs en capital social.

De fait la table de capitalisation va devoir tenir compte de l'existence d'obligations convertibles en actions, et l'émission d'obligations intervient donc de plus en plus fréquemment dans un contexte global de levée de fonds, comme un outil parmi d'autres, permettant d'atteindre l'objectif de financement.

Il semble donc que le regain d'intérêts des PME régionales, constaté ces dernières années, pour l'émission d'obligations, soit largement justifié par les différents avantages que présente cet outil, au regard de ses quelques inconvénients, ainsi que par la souplesse qu'il apporte dans les modalités de réalisation d'une levée de fonds, en compléments des autres solutions : capital social, emprunt bancaire, compte courant d'associé, bons de souscription d'actions et autres valeurs mobilières, qui feront l'objet de prochains développements.

Me Emmanuel MAITRE
Avocat spécialiste
en droit des sociétés
Me Serge VICENTE
Maître de conférence
à l'Université Grenoble-Alpes**Me Simon POLGE**
Avocat

CADRA,
Cabinet d'Avocats
en Droit des Affaires