

L'IBO, un excellent outil de financement alternatif pour les ETI

NYSE Euronext a défini un cadre permettant aux PME et ETI, que leurs actions soient cotées ou non, d'émettre des obligations cotées pouvant être souscrites tant par des particuliers que par des institutionnels.



Jean-Nicolas Soret, avocat associé



Fabien Pouchot, avocat

SUR LES AUTEURS

Jean-Nicolas Soret et Fabien Pouchot interviennent, au sein de l'équipe fusions & acquisitions d'Altana, dans le cadre d'opérations de haut de bilan, de croissance externe et de partenariats stratégiques.

Depuis son lancement en juillet 2012, cette nouvelle procédure d'offre au public de titres obligataires, dénommée *Initial Bond Offering* (IBO) par référence à la procédure de cotation des actions ou IPO (Initial Public Offering), a déjà séduit le groupe AgroGénération¹ et le promoteur Capelli², qui ont respectivement levé 9,4 M€ et 11,7 M€.

Cette forme de financement n'est en elle-même pas nouvelle mais le cadre défini par NYSE Euronext a vocation à la développer, en réponse à une anticipation de resserrement et de renchérissement du crédit bancaire liés à l'adoption des règles prudentielles dites Bâle III et Solvabilité II. L'objectif était de mettre en place une procédure désintermédiée mais centralisée par NYSE Euronext, permettant de rassurer investisseurs individuels et *family offices* pour les inciter à souscrire, tout en étant peu contraignante pour les émetteurs. Objectif atteint, semble-t-il, au vu des premières émissions réalisées.

Les nombreux avantages de l'IBO font de cette nouvelle offre une véritable source alternative de financement, principalement à destination des ETI.

Un outil de financement alternatif, flexible et efficace

L'IBO permet de conserver la maîtrise de son actionnariat, de sa gestion et de ses actifs.

Les obligations étant des titres de créance et non pas des titres de capital, leur émission permettra de maintenir une répartition inchangée du capital. Aucune dilution ni aucun changement de contrôle ne sont donc à craindre pour les émetteurs et leurs actionnaires. De ce point de vue, l'émission d'obligations peut paraître nettement plus attractive qu'une augmentation de capital. Contrairement à un endettement bancaire classique où les ratios financiers s'ajoutent aux restrictions à la liberté de gestion, l'émission d'obligations n'impose pas en tant que telle ce type de contraintes. Toutefois, on constate en pratique que certains engagements peuvent

être pris pour rassurer les investisseurs. La société Capelli s'est pour sa part engagée à maintenir un certain niveau de fonds propres et à respecter un ratio d'endettement net sur capitaux propres déterminé. Alors que les banques prennent des garanties sur les principaux actifs du groupe emprunteur, l'émission d'obligations n'implique pas la constitution de telles garanties. Les obligataires, regroupés par la loi en une masse parlant d'une seule voix au travers de son représentant, acquièrent ainsi la qualité de créanciers chirographaires. En cas de défaillance de l'entreprise, ils sont désintéressés avant les actionnaires, mais après les créanciers privilégiés. Malgré cette absence de constitution de garanties, on notera que la société Capelli s'est engagée à faire bénéficier *pari passu* les obligataires des mêmes garanties que celles qui viendraient à être consenties au bénéfice d'autres titulaires d'obligations ou de titres financiers négociables émis par la société. Ce qui ne l'empêchera pas de gager certains de ses actifs si nécessaire.

LES POINTS CLÉS

- L'IBO est un nouveau cadre de cotation d'obligations, ouvert tant aux sociétés cotées qu'à celles qui ne le sont pas encore.
- Cette procédure est adaptée aux ETI qui souhaitent trouver une alternative au financement bancaire.
- Elle leur offre une grande souplesse et une visibilité à moyen terme, sans impact dilutif pour leurs actionnaires.
- L'IBO permet de conserver la maîtrise de son actionnariat, de sa gestion et de ses actifs.

Une visibilité à moyen terme tant pour l'émetteur que pour l'investisseur, qui suppose un intérêt relativement élevé.

La maturité des obligations cotées semble se situer entre 5 et 8 ans dans la majorité des cas. Si les obligations sont le plus souvent remboursables *in fine*, l'émetteur peut se réserver la faculté de procéder à un remboursement anticipé total ou partiel dans certains cas, ce qui confère une certaine souplesse à l'outil obligataire. Pendant la durée de l'emprunt obligataire, l'émetteur est tenu de servir un intérêt à un taux devant être à la fois supportable pour lui et attractif pour les investisseurs. On a ainsi pu constater des taux de 7 et 8 % dans les émissions réalisées par AgroGénération et Capelli.

Sauf situation extrême de défaillance de l'émetteur dans sa capacité à rembourser le nominal des obligations, les investisseurs peuvent anticiper un versement régulier des intérêts, indépendamment des résultats de l'émetteur. Contrairement aux

actions, le coupon d'une obligation doit en effet être servi même en l'absence de bénéfice distribuable.

Une opération simple, rapide et lisible, adaptée aux ETI

Des conditions d'émission peu nombreuses.

La procédure d'IBO est ouverte à toutes les sociétés, que leurs actions soient cotées ou non, à condition que le montant nominal de l'émission soit d'au moins 5 M€ sur NYSE Alternext et 10 M€ sur NYSE Euronext. Afin de sécuriser les investisseurs, une notation de l'émetteur ou de l'émission par l'une des agences accréditées³ est obligatoire lorsque sa capitalisation boursière est inférieure à 100 M€, ou lorsque l'émetteur est une PME, au sens de la réglementation européenne⁴. Cette notation est la clé de voûte de l'IBO.

Un processus de placement, d'émission et d'admission bien balisé.

L'émission d'obligations, cotées ou non, relève de la compétence du

conseil d'administration. Il n'est donc pas nécessaire de faire autoriser l'émission par l'assemblée générale des actionnaires.

S'agissant de la documentation à préparer, elle comprend un prospectus d'émission, devant être visé par l'AMF. Pour les émetteurs dont les titres sont déjà cotés et qui disposent d'un document de référence, celui-ci pourra être incorporé au prospectus, par référence. Pour les autres, le processus et les obligations consécutives à la cotation pourront paraître plus lourdes. Comme dans une IPO, NYSE Euronext assurera la centralisation des ordres, à la suite d'une procédure de book building et de placement. Le calendrier global de l'IBO s'étendra sur environ 2 à 3 mois.

Une procédure adaptée aux ETI.

Le coût total de l'opération n'est toutefois pas neutre (commission NYSE, frais de notation, de communication, d'intermédiaires et de conseils)⁵. L'offre s'adresse donc principalement aux ETI ayant un besoin de financement relativement significatif. Ces ETI doivent en outre être prêtes à communiquer très largement pour pouvoir drainer l'épargne des particuliers⁶. Un effort de communication qui ne pourra qu'apporter un surcroît de notoriété et maximiser les fonds levés.



¹ Admis sur NYSE Alternext Paris.

² Admis sur NYSE Euronext Paris C.

³ Creditreform Rating AG, Euler Hermes Rating, Scope Credit Rating, GBB Rating.

⁴ Sociétés remplissant deux des trois critères suivants : effectif < 250 salariés, total bilan ≤ 43 M€, CA ≤ 50 M€.

⁵ Selon Capelli, le coût global de l'opération a pu être estimé entre 3 et 3,5 % du montant total levé.

⁶ 80 % des souscripteurs des obligations AgroGénération étaient des particuliers.