

# POURQUOI LES ÉMETTEURS DE DETTE À HAUT RENDEMENT REMBOURSENT-ILS LEURS OBLIGATIONS DE MANIÈRE ANTICIPÉE ?

Décembre 2025

Insight Investment<sup>1</sup> examine pourquoi il est économiquement logique pour les émetteurs à haut rendement de rembourser généralement leurs obligations de manière anticipée, ainsi que les avantages potentiels pour les investisseurs.

## La structure des obligations à haut rendement

La plupart des obligations à haut rendement sont structurées de façon à permettre à l'émetteur de les rembourser à certaines dates prédéfinies avant leur échéance finale. Cela diffère fortement du marché des obligations de qualité *investissement grade*, où les obligations ont généralement une seule date d'échéance. Ces dates de remboursement anticipé sont appelées « dates de call », et en général, l'émetteur doit payer un prix supérieur à 100 pour racheter ou « appeler » l'obligation avant terme. Les conditions de *call* – prix et dates – sont fixées à l'émission et documentées légalement, ce qui signifie qu'elles ne peuvent pas être modifiées par la suite. Ces conditions restent inchangées, quel que soit l'état du marché ou le niveau de cotation de l'obligation. Elles sont convenues entre l'émetteur et l'investisseur et font partie intégrante de la structure contractuelle de l'obligation.

Plus le *call* arrive tôt avant l'échéance, plus le prix que l'émetteur doit payer est élevé, ce prix diminuant progressivement jusqu'à 100 à l'échéance finale. Par exemple, une obligation peut arriver à échéance en 2028 à 100, mais être remboursable (« *callable* ») en 2026 à 101. Une fois que les marchés anticipent qu'une obligation sera appelée, le prix de l'obligation tend à se rapprocher du prix de call, et l'investisseur réalise ainsi un gain supérieur aux rendements du marché.

## Six raisons pour lesquelles les entreprises remboursent leurs obligations de manière anticipée

Les émetteurs procèdent à des remboursements anticipés pour de nombreuses raisons, dont beaucoup sont faciles à comprendre. Parmi celles-ci figurent :

1. le développement du modèle économique;

2. la réduction de l'endettement, en utilisant la génération de trésorerie ou la cession d'actifs pour diminuer le poids de la dette de l'entreprise émettrice;
3. l'accès à des financements plus attractifs ailleurs;
4. la possibilité d'obtenir un coupon moins élevé sur une nouvelle dette;
5. un changement de contrôle;
6. le refinancement de la dette à l'atteinte d'étapes majeures du développement de l'entreprise.

La dernière de ces raisons est la plus courante pour un remboursement anticipé, mais elle est aussi la moins bien comprise par les investisseurs. Nous allons répondre à cette question fréquente que nous posent nos clients : pourquoi les émetteurs à haut rendement remboursent-ils leur dette de manière anticipée, en payant une prime, et parfois même pour refinancer à des taux d'intérêt plus élevés, alors qu'ils pourraient simplement laisser l'obligation arriver à son échéance finale ?

## Les entreprises à haut rendement sont généralement axées sur la croissance des fonds propres

Pour comprendre pourquoi les entreprises à haut rendement procèdent à des refinancements, il est important de saisir en quoi leur structure de capital diffère généralement de celle des entreprises de qualité *investment grade*.

Les entreprises à haut rendement ont généralement plus de dette que de fonds propres dans leur structure de capital, alors que les entreprises de qualité *investment grade* présentent la situation inverse, comme l'illustre l'exemple hypothétique du Tableau 1.

Les entreprises à haut rendement ont davantage recours à la dette, mais celle-ci vise généralement à accroître le rendement des fonds propres.

<sup>1</sup> Les sociétés de gestion de portefeuille sont désignées par BNY Mellon Investment Management EMEA Limited (BNYMIM EMEA), BNY Mellon Fund Managers Limited (BNYMFML), BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML) ou des sociétés affiliées de gestion de fonds pour assurer des activités de gestion de portefeuille dans le cadre de contrats portant sur des produits et services conclus avec BNYMIM EMEA, BNY MFML ou les fonds BNY Mellon.

En règle générale, une entreprise à haut rendement cherche à obtenir un rendement sur fonds propres nettement supérieur au taux de croissance économique sous-jacent sur un horizon de cinq à sept ans. L'objectif est généralement de créer une entreprise plus grande et plus rentable, qui pourra ensuite être vendue à l'issue de cette période, générant ainsi un profit pour l'actionnaire.

TABEAU 1 : EXEMPLE DE STRUCTURE DE CAPITAL

|                       | Haut rendement | Investment grade |
|-----------------------|----------------|------------------|
| Dettes                | 150m \$        | 70m \$           |
| Fonds propres         | 50m \$         | 130m \$          |
| Capitalisation totale | 200m \$        | 200m \$          |

Il existe de nombreuses façons pour une entreprise de rechercher des taux de croissance élevés. La croissance peut provenir de l'expansion des activités existantes ; par exemple, l'ouverture de nouveaux magasins ou sites de production, l'acquisition d'un concurrent ou d'actifs auprès d'un concurrent pour accélérer l'expansion, l'entrée organique sur une nouvelle zone géographique à forte croissance, ou une combinaison de ces éléments.

Souvent, la direction adoptera une approche multifacette pour atteindre ses objectifs sur des horizons temporels plus longs.

### Exemple : une entreprise de salles de sport

Prenons un exemple hypothétique relativement simple : une entreprise de salles de sport basée au Royaume-Uni. Elle émet une obligation à cinq ans avec un coupon de 8 %, remboursable (« *callable* ») au bout de deux ans à un prix de 104 (c'est-à-dire une prime de remboursement de 4 %). L'exploitant peut décider d'accélérer sa stratégie de croissance organique au Royaume-Uni en acquérant un concurrent, afin d'élargir sa base de clients à l'échelle nationale. Une fois cette stratégie réalisée, l'expansion vers d'autres régions géographiques peut devenir une priorité.

À mesure que le nombre d'adhérents du groupe atteint une masse critique, il décide de lancer une application proposant un service d'abonnement pour des conseils santé à ses membres.

Supposons que cette entreprise théorique ait commencé avec un bénéfice de 100 millions de livres sterling par an sur son activité au Royaume-Uni. Après l'acquisition de son concurrent et la réalisation de synergies d'économies de coûts, l'entreprise parvient à porter son bénéfice à 120 millions de livres deux ans plus tard. Ce cap franchi, la direction souhaite se concentrer sur des projets d'expansion à l'international et s'assurer de disposer des financements nécessaires pour exécuter cette nouvelle étape du plan de développement.

Grâce à une base de profits plus élevée, elle peut emprunter plus facilement et décide donc de refinancer sa dette, en émettant une nouvelle dette et en rappelant l'ancienne. L'obligation à cinq ans est rappelée à 104, et les investisseurs reçoivent un rendement effectif proche de 10 % par an sur les deux années de leur investissement.

La petite prime à payer pour rappeler la dette est négligeable par rapport à la flexibilité obtenue en garantissant le financement pour la prochaine phase de développement.

Compte tenu de sa taille et de sa rentabilité accrues, l'entreprise peut émettre une nouvelle obligation à cinq ans avec un coupon plus faible de 7 %, cette fois remboursable au bout de trois ans, mais avec une prime de call plus basse de 103,5.

Le temps passe, et trois ans plus tard, l'expansion internationale est bien engagée, le groupe de salles de sport étant devenu une multinationale prospère avec un bénéfice de 170 millions de livres par an.

Après avoir franchi une nouvelle étape majeure, la direction souhaite désormais développer une application permettant de mesurer des indicateurs de santé comme la tension artérielle, le taux d'oxygène ou l'indice de masse corporelle. Ce service serait proposé aux membres moyennant un petit supplément, mais nécessite un investissement pour le développement et un budget marketing pour le promouvoir sur deux ans. Ils choisissent à nouveau de rappeler leur obligation, et cette fois les investisseurs reçoivent un rendement de juste au-dessus de 8 % par an sur les trois années de leur investissement. L'entreprise émet alors une nouvelle obligation à cinq ans, avec un coupon de 6,5 %, remboursable au bout de deux ans à 103.

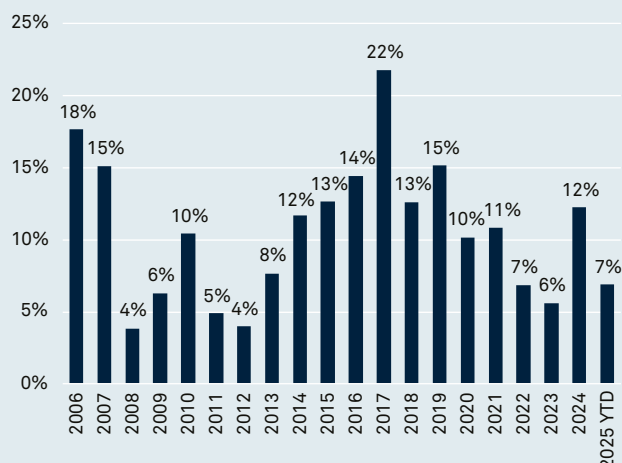
Après le lancement et la commercialisation de l'application, les bénéfices atteignent 190 millions de livres sur les deux années suivantes. Une fois encore, à l'atteinte d'un nouveau cap, il est logique pour la direction de refinancer. Ils choisissent à nouveau de rappeler leur obligation, et cette fois les investisseurs reçoivent un rendement effectif de près de 8 % par an sur les deux années de leur investissement.

Du point de vue de l'actionnaire, les bénéfices de l'entreprise sont passés de 100 à 190 millions de livres sur une période de sept ans. Cela représente un taux de rendement interne (TRI) de 9,6 %, une croissance bien supérieure à celle du PIB et conforme à l'objectif d'un rendement à deux chiffres sur les fonds propres. On observe généralement que les actionnaires cèdent les entreprises après une période de détention de cinq à sept ans, une fois qu'un TRI à deux chiffres a été atteint – c'est ainsi que l'actionnaire réalise son gain.

Pour l'actionnaire, la prime de refinancement est un point mineur. Son objectif est d'obtenir une croissance à long terme afin de positionner l'entreprise pour la vente. Avec un TRI de 9,6 %, des taux d'intérêt plus élevés ne constituent pas un obstacle : garantir le financement lors des phases critiques reste prioritaire.

Le graphique 1 montre les taux de call par rapport aux rendements sur le marché européen du haut rendement. En moyenne, 10 % des émissions sont rappelées chaque année et, même si cela varie selon les coûts de financement, les émetteurs continuaient à rappeler des obligations, certes à des niveaux plus faibles, même lorsque les taux ont fortement augmenté lors de la crise financière mondiale.

**GRAPHIQUE 1 : POURCENTAGE D'OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT EUROPÉENNES RAPPELÉES CHAQUE ANNÉE**



Source : Données de JP Morgan sur le marché européen du haut rendement, au 30 septembre 2025. JPM crée ses propres indices pour suivre la taille des instruments financiers à partir de données internes.

## Exploiter les primes de call

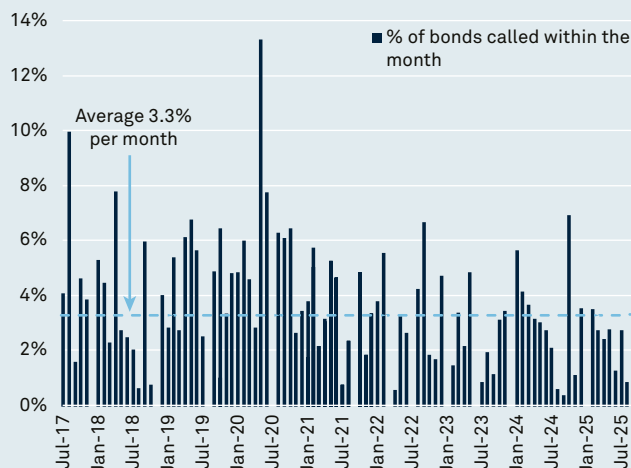
La nature à durée courte de la stratégie Global Short-Dated High Yield d'Insight, combinée à un processus d'investissement axé sur la visibilité des flux de trésorerie, nous permet de penser que nous sommes bien positionnés pour exploiter les primes de call.

Nos analystes rencontrent les entreprises jusqu'à six fois par an. Nous cherchons à comprendre comment le business plan

**La valeur des investissements peut baisser. Les investisseurs peuvent ne pas retrouver le montant investi. Les revenus des investissements peuvent varier et ne sont pas garantis.**

actuel évolue par rapport à nos prévisions internes et souvent quelle pourrait être la prochaine étape du plan d'affaires. Nous pouvons suivre lorsque le plan d'affaires se déroule comme prévu et donc anticiper le moment où une obligation sera probablement refinancée. Cela a permis d'établir un solide track-record en matière d'investissement dans des obligations qui sont refinancées. Comme le montre le graphique 2, en moyenne 3,3 % de notre stratégie a été refinancée chaque mois, et généralement entre 35 % et 50 % de la stratégie a été remboursée chaque année.

**GRAPHIQUE 2 : % DE LA STRATÉGIE GSDHY D'INSIGHT REFINANCÉE MENSUELLEMENT**



Source : Insight, au 30 septembre 2025. Le portefeuille représentatif suit la même approche d'investissement que la stratégie global short dated high yield d'Insight. Date de lancement du portefeuille : novembre 2016.

### INFORMATIONS IMPORTANTES

Réservé aux clients professionnels et, en Suisse, uniquement aux investisseurs qualifiés.

Ceci est une communication à caractère promotionnel.

Toute opinion ou point de vue exprimé provient du gestionnaire d'investissement, sauf indication contraire, et ne constitue pas un conseil en investissement. Il ne s'agit pas d'une recherche d'investissement ni d'une recommandation de recherche au sens de la réglementation.

BNY, BNY Mellon et Bank of New York Mellon sont les marques commerciales du groupe The Bank of New York Mellon Corporation et peuvent être utilisées pour désigner la société dans son ensemble et/ou ses différentes filiales.

**Émis au Royaume-Uni** par BNY Mellon Investment Management EMEA Limited, BNY Mellon Centre, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Enregistré en Angleterre sous le n° 1118580. Autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority.

**Émis en Europe (hors Suisse)** par BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML), société anonyme constituée et existant selon le droit luxembourgeois sous le numéro d'enregistrement B28166, dont le siège social est situé au 2-4 Rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg. BNY MFML est réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

**Émis en Suisse** par BNY Mellon Investments Switzerland GmbH, Bäregasse 29, CH-8001 Zurich, Suisse.

ID : 2948159 ; Date d'expiration : 3 juillet 2026. T13713 01/26