université PARIS-SACLAY

FACULTÉ JEAN MONNET DROIT-ÉCONOMIE-GESTION

Politiques financières d'entreprise

Nada MSELMI

Maître de conférences en Finance
Responsable du Master 1 Finance
Université Paris Saclay - RITM

Chapitre 2 : L'investissement et le désinvestissement

1. L'appréciation et la sélection des projets d'investissement
2. Les particularités de la politique de choix des investissements
3. Les techniques de désinvestissement
4. La défaillance des projets d'investissement et la liquidation

- Une opération d'investissement ou un projet de développement consiste à immobiliser des capitaux afin de produire de la valeur.
- Les investissements varient selon leur nature, les objectifs auxquels ils répondent mais aussi selon les liens qu'ils entretiennent avec les autres projets de l'organisation.
- Une entreprise peut décider de céder une partie de ses actifs : on parle de « désinvestissement ».
- Une gestion peu rigoureuse d'un projet d'investissement peut également conduire à des défaillances, voire à la liquidation du patrimoine de la société.

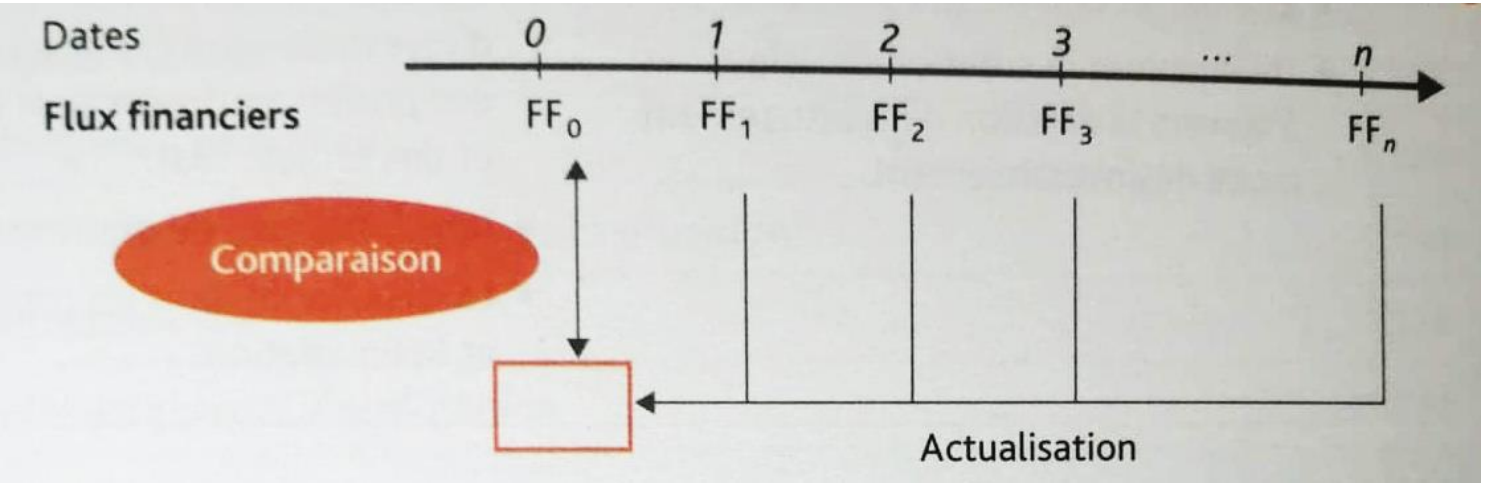
1. L'appréciation et la sélection des projets d'investissement :

1.1 Les caractéristiques financières des investissements :

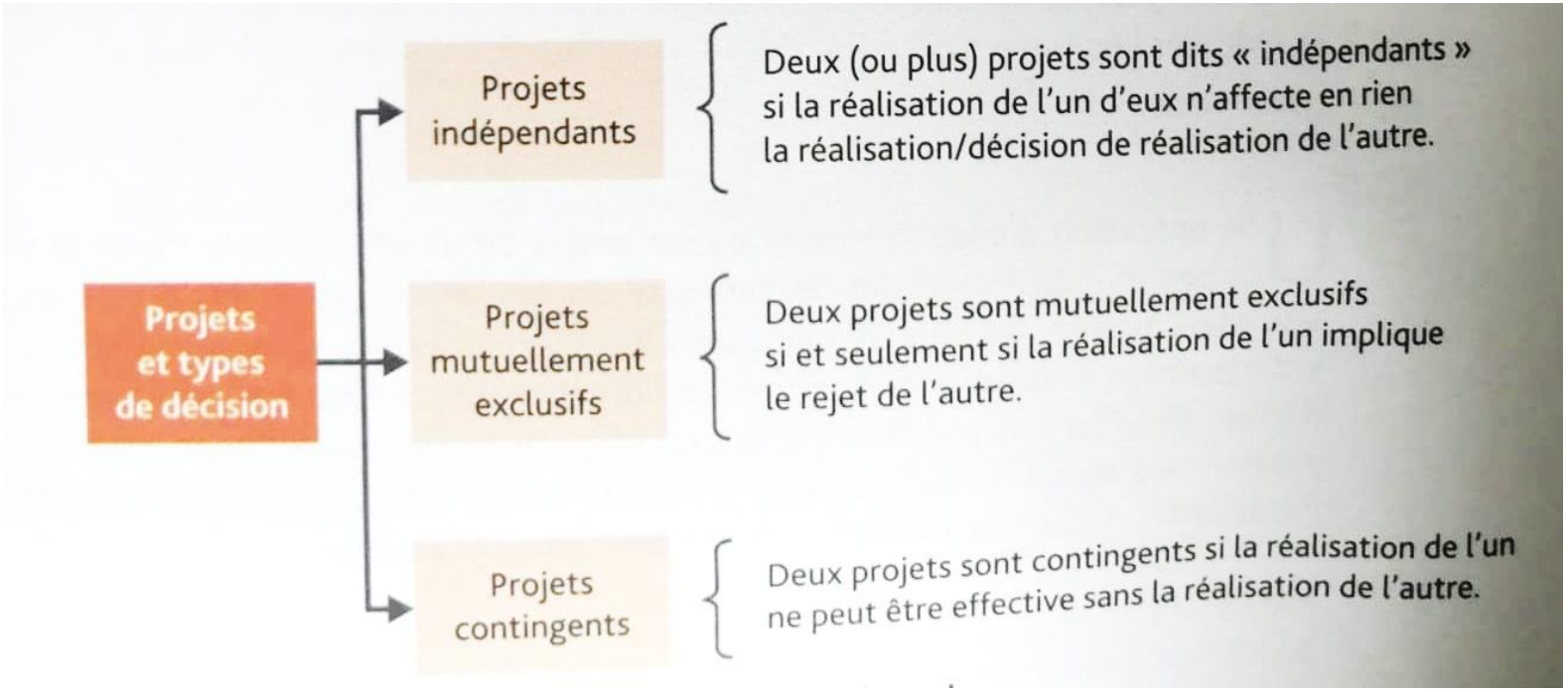
- Un projet d'investissement ne sera accepté que s'il est rentable.
- La rentabilité repose sur la comparaison entre les profits que l'on espère obtenir de l'investissement avec le montant des capitaux investis.
- Cette comparaison est réalisée à une même date, généralement la date de démarrage du projet, ce qui permet de juger de l'opportunité de le réaliser.

- Les flux financiers (FF_t) sont mesurés en termes de flux de trésorerie.

  Ils font l'objet d'une actualisation.



- Il existe différentes sortes de projets et différents types de décisions à prendre.



1.2 Les critères financiers de sélection des projets d'investissement :

- Il existe 4 critères principaux de décision :

✓ La valeur actuelle nette (VAN);

✓ L'indice de profitabilité (IP);

✓ Le délai de récupération (DR) du capital investi;

✓ Le taux de rentabilité interne (TRI)

1.2.1 La valeur actuelle nette (VAN) :

- La VAN est la différence entre les flux de trésorerie annuels (FT_i) actualisés sur la durée de vie du projet (n) et les capitaux investis (I). Soit :

$$\boldsymbol{VAN = -I + \sum_{t=1}^{n} FT_t (1+i)^{-t}}$$

- Un projet n’est acceptable que si la VAN est strictement positive. Ce projet est d’autant plus intéressant que sa VAN est élevée.
- **Projets mutuellement exclusifs :** Entre plusieurs projets, on retient celui qui présente la plus forte VAN à condition qu’elle soit strictement positive.

1.2.2 L'indice de profitabilité (IP) :

- Par rapport à la VAN, il mesure l'avantage relatif, càd pour 1 euro de captal investi, soit :

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^{n} FT_t (1+i)^{-t}}{I}$$

1.2.2 L'indice de profitabilité (IP) :

- Par rapport à la VAN, il mesure l'avantage relatif, càd pour 1 euro de captal investi, soit :

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^{n} FT_t (1+i)^{-t}}{I}$$

- Pour qu'un projet soit acceptable, il faut que son IP soit supérieur à 1.
- Lorsque plusieurs projets d'investissement sont possibles, on retient celui qui présente l'indice le plus fort, à condition toutefois qu'il soit supérieur à 1.

1.2.3 Le délai de récupération du capital (DR) :

- C'est le temps nécessaire au recouvrement de la mise de fonds initiale (capital investi) à partir des flux de trésorerie cumulés et actualisés.
- On choisit le projet ayant un délai de récupération inférieur à un seuil subjectif préalablement fixé par le management en fonction de ses contraintes, notamment de financement.
- **Projets mutuellement exclusifs :** on choisit le projet ayant le délai de récupération le plus court.

1.2.4 Taux interne de rentabilité (TIR) :

- Le TIR est le taux de rentabilité minimum que l'on peut exiger d'un projet d'investissement.
- C'est le taux i pour lequel il y a équivalence entre le capital investi et les flux de trésorerie annuels générés par ce projet, soit :

$$I = \sum_{t=1}^{n} FT_t(1+i)^{-t}$$

- Le TIR est donc le taux d'actualisation pour lequel la VAN est nulle.

- Tout projet dont le TIR est inférieur au taux de rentabilité minimum exigé par l'entreprise est rejeté.
- Appelé « taux de rejet », il correspond généralement au coût du capital (CMPC).
- **Projets mutuellement exclusifs :** Entre plusieurs projets acceptables, le projet présentant le TIR le plus élevé est retenu, à condition qu'il soit supérieur au CMPC :

✓ Si le TIR est égal au taux de rentabilité minimum, le projet est neutre;

✓ Si le TIR est inférieur, la réalisation du projet entraîne la chute de la rentabilité globale.

1.3 L'estimation des flux financiers des projets d'investissement :

1.3.1 Investissement initial :

- Il est évalué de manière différentielle, à partir de l'ensemble des incidences directes ou indirectes du projet sur la trésorerie de l'entreprise lors de la période initiale (acquisition des immobilisations liées au projet, formation du personnel, frais R&D,…).

1.3.2 Flux de trésorerie d'exploitation annuels :

- Le flux de trésorerie intermédiaire d'une année s'évalue par la relation :

$$FTE = EBE - Impôt - Variation\ BFRE$$

- Il s'agit de l'impôt théorique calculé sur le REX, ce qui revient à calculer la CAF limitée aux éléments d'exploitation :

$$FTE = CAF\ d'exploitation - Variation\ BFRE$$

1.3.3 Valeurs terminales des projets d'investissement :

Valeur résiduelle des biens immobilisés :

- Deux cas doivent être distingués pour déterminer la rentrée nette de trésorerie :

✓ Si l'on a l 'intention de céder le bien, le produit de cession encaissé donne lieu à la détermination d'une plus-value de cession, laquelle est soumise à l'impôt.

✓ Si l'on a l'intention de conserver le bien, tout se passe comme si l'on prévoyait de céder l'immobilisation à un autre projet succédant au premier projet. Cette cession interne n'a pas d'incidence fiscale.

Récupération du BFRE :

- En fin de projet, les stocks sont liquidés, les créances clients recouvrées et les dettes fournisseurs réglées.
- Le dernier BFR est récupéré.

1.4 La détermination du taux d'actualisation : le coût du capital

- Le coût du capital recouvre les coûts des différentes ressources de financement d'une entreprise.
- Les ressources d'une entreprise revêtent deux formes :

✓ Apports en fonds propres;

✓ Recours à l'endettement.

- Les capitaux propres et l'endettement sont retenus pour leur valeur de marché (à défaut, on retient leur valeur comptable).

- Un projet d'investissement ne peut être sélectionné que si sa rentabilité est supérieure au coût des ressources. Un taux de rentabilité inférieur au coût du capital entraînerait une destruction de valeur.
- L'utilisation du coût du capital pour juger les choix d'investissement n'est appropriée que si le projet étudié ne modifie pas la structure de financement de la société.
- La structure d'endettement doit rester constante (taux d'endettement cible); le risque du projet est alors identique au risque moyen de l'ensemble des investissements de la firme.

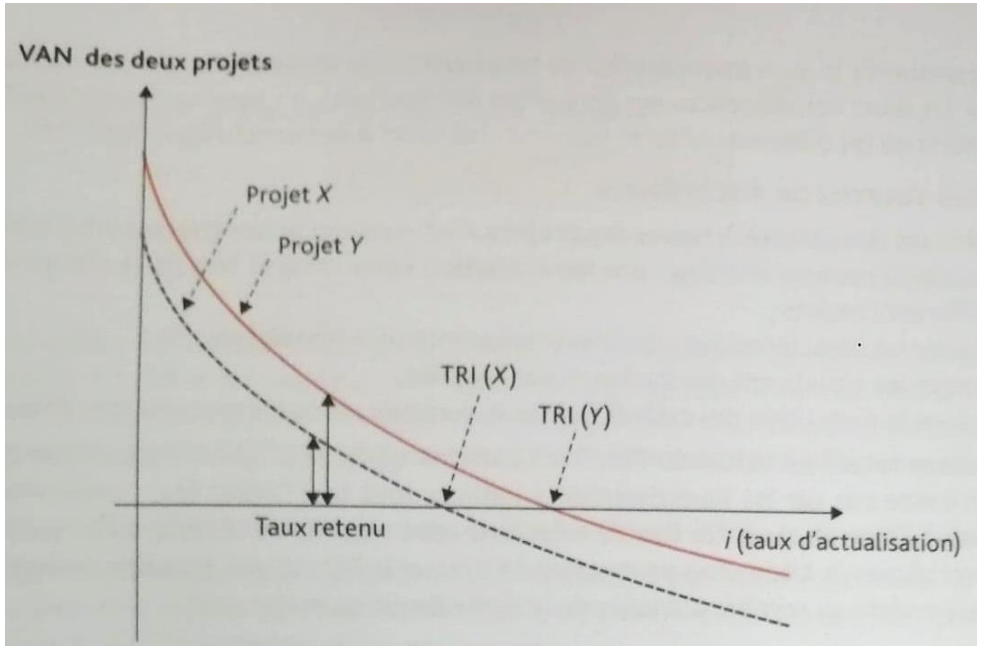
1.5 L'analyse stratégique en amont des choix d'investissement :

- Même si la sélection des investissements repose largement sur des méthodes financières, elle demeure éminemment stratégique.
- La prise en compte d'éléments qualitatifs et, surtout, la valeur décisionnelle finale du jugement permettent de reconnaître le caractère spécifique d'une décision de nature stratégique et de conférer aux pratiques une certaine primauté sur la théorie.
- L'analyse stratégique est un prérequis à intégrer à la décision d'investissement.
- Le calcul financier intervient ensuite dès lors que le projet est déjà « pensé », modélisé, documenté et classé par rapport au risque.

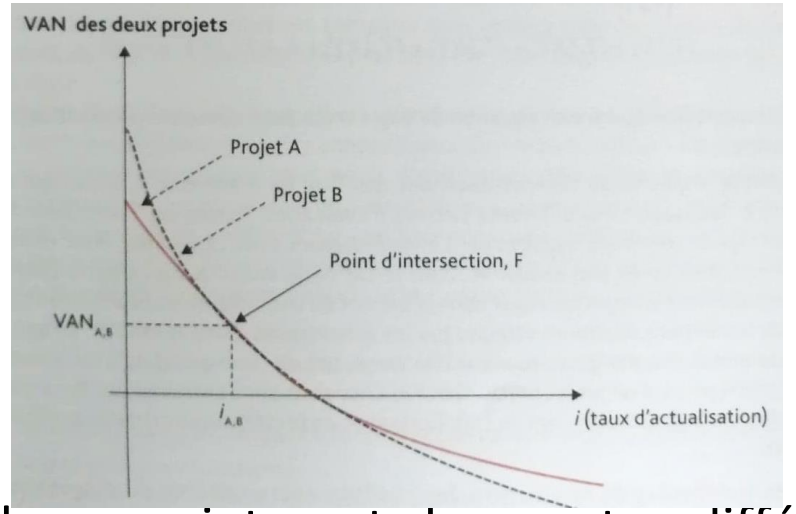
2. Les particularités de la politique de choix des investissements :

2.1 Les limites et difficultés d'application des critères de sélection des projets d'investissement :

- Dans la plupart des cas, lorsque l'on doit choisir entre deux projets d'investissements, les différents critères conduisent au même arbitrage.



➡ Quelque soit le taux d'actualisation, la rentabilité du projet Y est toujours supérieure à celle du projet X.



- Les courbes des deux projets ont des pentes différentes, entraînant un croisement de celles-ci.
- On observe que :

✓ Pour $t \in [0 ; i_{A,B}[$, on a VAN(B) > VAN(A) alors que TRI(B) < TRI(A)

✓ Pour $t \in [i_{A,B}, +\infty[$, on a VAN(B) ≤ VAN(A) et TRI(B) < TRI(A)

- On met alors en évidence deux zones très différentes, séparées par un point d'intersection F où VAN (A) = VAN(B)

Remarque :

En fonction de la répartition des flux de trésorerie sur la durée de vie des projets à comparer (et leurs conséquences sur les pentes des courbes), on peut se trouver dans une situation où les différents critères utilisés conduisent à des conclusions opposées.

2.2 Les sources de discordance :

- **Différence des caractéristiques des projets :**
- Plusieurs conditions peuvent entraîner une contradiction entre critères lors de la comparaison de différents projets :

✓ Lorsque les caractéristiques des investissements sont très différentes;

✓ Lorsque les projets ont des durées de vie inégales

✓ Lorsque la répartition des CF sur la durée de vie des projets est très différente.

- **Problème relatif au calcul du TRI :**

✓ Dans certains types de projet, il est possible que le TRI n'existe pas car les investissements initiaux sont très faibles (exemple : entreprises de services).

✓ Dans d'autres, les flux de trésorerie sont répartis de sorte que l'on puisse en trouver plusieurs.

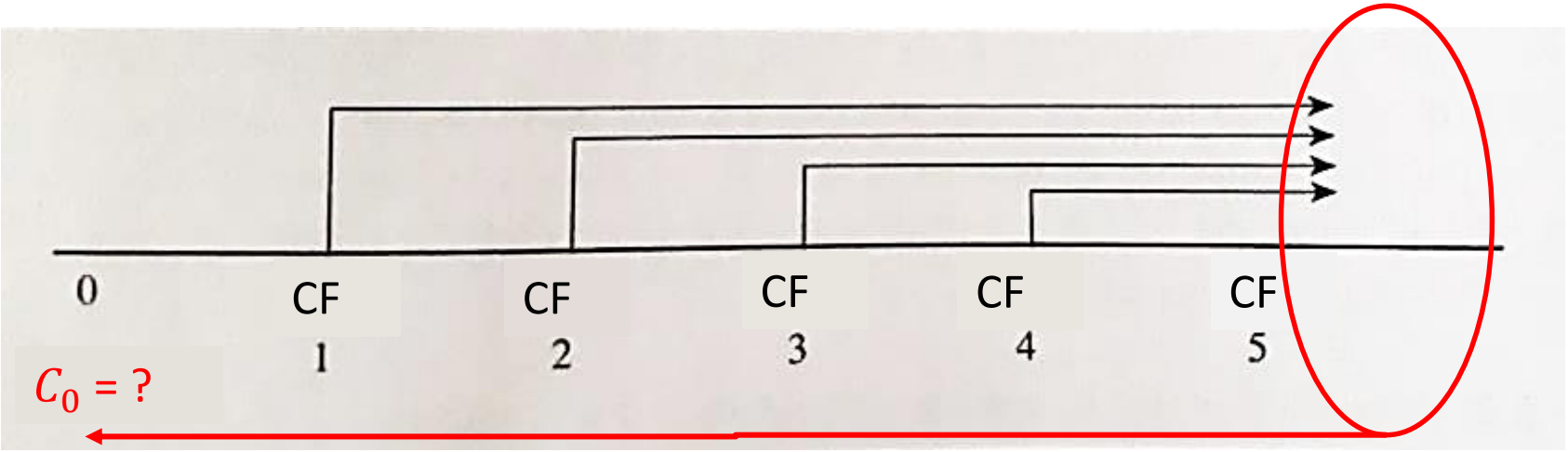
- **Hypothèse implicite de réinvestissement des flux de trésorerie :**

✓ L'hypothèse : les flux de trésorerie dégagés par l'investissement sont capitalisés, donc réinvestis au fur et à mesure de leur émission.

✓ Dans le cas de la VAN, ce réinvestissement est opéré au coût moyen de financement, ou au taux de rendement minimum attendu par les actionnaires.

✓ Dans le cas du TRI, il s'agit d'un taux de rentabilité marginal, souvent très élevé, qui ne correspond qu'à un investisseur ponctuel ou à un projet précis.

➡ Cette nuance peut entraîner des discordances entre les résultats obtenus lors de l'application et de la comparaison entre les différents critères.



- La VANI suppose que la capitalisation des flux (r_c) se fait à un taux différent du taux d'actualisation (r_a):

- $$C_0 = \frac{CF(1+r_c)^4}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_c)^3}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_c)^2}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_c)^1}{(1+r_a)^5} + \frac{CF}{(1+r_a)^5}$$

- $$VANI = -I_0 + \frac{CF(1+r_c)^4}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_c)^3}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_c)^2}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_c)^1}{(1+r_a)^5} + \frac{CF}{(1+r_a)^5}$$

- Si $r_c = r_a$:
- $C_0 = \frac{CF(1+r_a)^4}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_a)^3}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_a)^2}{(1+r_a)^5} + \frac{CF(1+r_a)^1}{(1+r_a)^5} + \frac{CF}{(1+r_a)^5}$
- $C_0 = \frac{CF}{(1+r_a)^1} + \frac{CF}{(1+r_a)^2} + \frac{CF}{(1+r_a)^3} + \frac{CF}{(1+r_a)^4} + \frac{CF}{(1+r_a)^5}$
- $VANI = -I_0 + \frac{CF}{(1+r_a)^1} + \frac{CF}{(1+r_a)^2} + \frac{CF}{(1+r_a)^3} + \frac{CF}{(1+r_a)^4} + \frac{CF}{(1+r_a)^5}$

  $= VAN$
- Si $r_c = r_a$, alors $\mathrm{VANI} = VAN$

2.3 Les méthodes de résolution des conflits entre critères de sélection :

Lorsque les capitaux investis sont de montants différents :

- ✓ La VAN mesure l'avantage absolu susceptible d'être retiré d'un projet d'investissement.
- ✓ Elle dépend donc de l'importance du capital investi dans le projet.
- ✓ Ainsi, elle ne permet pas de comparer des projets avec des montants différents de capitaux investis.

➡ Il vaut mieux raisonner en termes relatifs et utiliser le critère de l'indice de profitabilité (pour un euro investi).

Exemple :

- Les projets A et B ont les caractéristiques suivantes :

	I	FT_1	FT_2	FT_3
A	-100	40	60	30
B	-300	120	180	90

On suppose que le taux d'actualisation est de 10%.

1- Calculer la VAN des deux projets. Conclure

2- Calculer l'IP des deux projets. Conclure

Exemple :

- Les projets A et B ont les caractéristiques suivantes :

	I	FT_1	FT_2	FT_3
A	-100	40	60	30
B	-300	120	180	90

- Avec un taux d'actualisation de 10%, on a VAN(A) = 8,49 et VAN(B)=25,47
- On choisit le projet B puisque la VAN est trois fois plus élevée.
- Or, les 2 projets ont la même rentabilité puisque la somme des flux financiers sont identiques lorsqu'elles sont rapportées à l'investissement initial.
- Avec l'IP, on a IP(A)=IP(B)= 1,0849

➡ Les deux projets ont bien les mêmes IP et sont donc équivalents.

Lorsque les durées de vie des projets sont différentes :

- ✓ Pour être comparables, les projets doivent être étudiés sur un même horizon. Lorsque ce n'est pas le cas, il est possible de renouveler à l'identique les projets jusqu'à ce que leurs durées coïncident.

Exemple : un projet a une durée de vie de 3 ans, l'autre de 4 ans : on réalise quatre fois le premier et trois fois le second pour les comparer sur une durée de 12 ans.

Les critères globaux ou intégrés :

- Les critères utilisés reposent uniquement sur le taux d'actualisation.
- Ils supposent que l'entreprise se procure à l'extérieur des ressources de financement au coût du capital et qu'elle les réinvestit dans ses projets au même taux.
- La possibilité de l'existence d'une marge est ignorée.

⇨ L'objectif des critères globaux ou intégrés est de prendre en compte ce taux de placement en plus du taux d'actualisation.

- L’application de ces critères se fait en deux temps :

✓ On capitalise les flux de trésorerie dégagés par le projet au taux de placement auquel l’entreprise veut se référer (taux de rentabilité exigé par les actionnaires par exemple) : on obtient ainsi la valeur acquise des flux à laquelle l’entreprise aurait pu prétendre après placement.

✓ On actualise cette valeur au taux d’actualisation en vigueur dans l’entreprise (coût moyen pondéré du capital notamment) de façon à prendre en compte le coût des sources de financement.

Valeur actuelle nette globale (VANG) ou VAN intégrée (VANI)	• **Définition** La VANI est la différence entre la valeur actuelle de la valeur acquise des cash-flows et le montant des investissements. • **Méthode de calcul** Si l'on appelle A la valeur acquise des cash-flows, alors : $VANI = A(1+i)^{-n} - I$	• **Critère de décision – Projet simple** Un projet n'est acceptable que si sa VANI est strictement positive. Ce projet est d'autant plus intéressant que sa VANI est élevée. • **Projets mutuellement exclusifs** Entre plusieurs projets, on retient celui qui possède la plus forte VANI à condition toutefois qu'elle soit supérieure à 0.
Indice de profitabilité global (IPG) ou intégré (IPI)	L'IPI est le rapport entre la valeur actuelle de la valeur acquise par les cash-flows et le capital investi. Soit : $IPI = \frac{A(1+i)^{-n}}{I}$	• **Critère de décision – Projet simple** Pour qu'un projet soit acceptable, il faut que son IPI soit supérieur à 1. • **Projets mutuellement exclusifs** Lorsque plusieurs projets d'investissement sont possibles, on retient celui qui possède l'indice le plus fort, à condition toutefois qu'il soit supérieur à 1.
Taux interne de rentabilité global (TIRG) ou intégré (TIRI)	Le TIRI est le taux d'actualisation i pour lequel la valeur actuelle de la valeur acquise des flux est égale à la valeur des capitaux investis. C'est-à-dire : $I = A(1+i)^{-n}$ soit $(1+i)^n = \frac{A}{I}$ D'où $i = (\frac{A}{I})^{\frac{1}{n}} - 1$ De la même façon que pour le calcul de la VANI, on a donc que le TIRI est le taux d'actualisation pour lequel la VANI est nulle.	• **Critère de décision – Projet simple** Tout projet dont le TIRI est supérieur au coût du capital de l'entreprise (CMPC) est retenu. • **Projets mutuellement exclusifs** Entre plusieurs projets acceptables, le projet possédant le TIRI le plus élevé est retenu, à condition qu'il soit supérieur au CMPC.

3. Les techniques de désinvestissement :

- Le désinvestissement est la situation dans laquelle une entreprise décide de céder une partie de ses actifs.
- Dans les grandes entreprises, le désinvestissement provient généralement :

✓ Soit d'une volonté de désendettement;

✓ Soit de la recherche d'une meilleure rentabilité;

✓ Soit les deux à la fois.

- Dans tous les cas, il s'agit d'un choix stratégique et volontaire.

3.1 La stratégie de désendettement :

- Un groupe coté souhaite réduire le niveau de sa dette lorsqu'il est tenu par le respect d'un ratio de couverture bancaire (exemple : covenant bancaire).
- **Les covenants bancaires :** il s'agit d'une clause insérée dans un contrat de prêt à une entreprise qui oblige cette dernière à respecter un certain nombre de ratios financiers. En cas de non respect d'un convenant, l'établissement prêteur peut demander le remboursement anticipé du prêt.

3.2 L'amélioration de la rentabilité :

- La réduction du taux d'endettement génère une baisse des frais financiers, ce qui améliore la profitabilité et au final la marge brute d'autofinancement.
- Par une stratégie de restauration des marges, le groupe peut également entreprendre un plan de réduction de ses coûts opérationnels, ce qui se traduira *in fine* par une amélioration du CF disponible.
- Pour restaurer sa rentabilité, le groupe n'a parfois pas d'autre choix que de ralentir la croissance de son chiffre d'affaires et de céder des actifs non stratégiques.

3.3 La cession contrainte d'actifs :

- Une entreprise qui rencontre des difficultés de trésorerie est parfois contrainte de céder ses actifs pour reconstituer sa trésorerie.
- Dans ce cadre, il peut être intéressant pour elle d'envisager de mettre en place une opération de « *Sale and Lease-Back* » .
- « *Sale and Lease-Back* » : un moyen de financement qui consiste pour une entreprise à vendre une partie ou la totalité de ses actifs à une société de crédit-bail. Une fois la vente effectuée, l'entreprise prend en location ces actifs pour une longue durée.

4. La défaillance des projets d'investissement et la liquidation :

- Le choix d'investir est une décision qui engage sur le long terme.
- Dans les entreprises aux ressources financières limitées, un choix d'investissement erroné peut avoir des conséquences graves, voire fatales.

4.1 La défaillance dans les projets d'investissement :

- Sur les marchés industriels/financiers, une relation nécessaire s'instaure entre risque et la rentabilité.
- Une mauvaise appréhension du risque et/ou gestion peu scrupuleuse du projet d'investissement peut conduire à une défaillance.
- Le risque est un élément essentiel inhérent à tout projet d'investissement. La notion de projet implique que des risques que l'on cherche à maîtriser.

- ✓ Risques financiers : ils sont liés au montant de l'investissement de départ.
- ✓ Des risques organisationnels : des impacts organisationnels peuvent être générés suite aux décalages des gains de productivité associés aux nouveaux outils en attente de déploiement et aux nouveaux processus susceptibles d'améliorer la performance de l'entreprise.

- Afin de limiter le risque de défaillance, on peut adopter une logique d'amélioration continue fondée sur la démarche formalisée par le qualiticien William Edwards Deming dans sa roue célèbre.

La Roue de Deming et l'amélioration permanente…

4.2 La liquidation d'une entreprise :

- La liquidation du patrimoine peut s'opérer soit à l'amiable si elle peut faire face à ses engagements, soit en justice.

4.2.1 La liquidation amiable :

- La procédure amiable de liquidation d'une entreprise survient lorsque cette dernière a les moyens financiers de faire face à ses engagements, autrement dit si elle dispose de suffisamment d'actifs pour apurer son passif.
- A défaut, le dirigeant de l'entreprise peut procéder à une déclaration de cessation de paiements à l'issue de laquelle une procédure de liquidation judiciaire pourra être ouverte.
- Avant de commencer la procédure de liquidation amiable, les associés doivent procéder à la dissolution de la société.

- Une date de fin d'activité est fixée à partir de laquelle le liquidateur nommé par les associés procède au règlement des créances et des dettes en cours.
- Un bilan de liquidation est présenté par le liquidateur aux associés pour approbation.
- En cas d'accord, la procédure est clôturée.

4.2.2 La liquidation judiciaire :

- La procédure judiciaire est mise en œuvre lorsque l'entreprise ne peut pas faire face à ses dettes.
- La mise en liquidation judiciaire est ordonnée par jugement du tribunal de commerce avec nomination d'un liquidateur judiciaire.
- Deux cas peuvent se présenter :

✓ Soit l'entreprise cesse son activité;

✓ Soit, à la demande des créanciers, l'entreprise poursuit son activité totalement ou partiellement à la suite d'une décision du juge et pour une durée maximale de six mois.

- Dans les deux cas, le dirigeant de l'entreprise est déchargé de la gestion au profit du liquidateur judiciaire dont la mission consiste à « réaliser les actifs» afin de rembourser les créanciers.
- La réglementation sur les procédures collective impose un ordre de paiement selon les privilèges de certains créanciers.