

G E S T I O N

Ingénierie financière

Cours et études de cas corrigées

3^e édition

Georges Legros
Benjamin Legros



CHAPITRE 2

LES DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT

La logique de l'investissement est apparue avec la substitution de l'élevage à la chasse. L'homme ne consomme plus la totalité des animaux capturés, mais conserve les plus jeunes pour qu'ils grandissent et se reproduisent.

L'homme apprend l'épargne. Le surplus non consommé devient l'espoir d'une consommation future plus forte. L'investissement se développe. La richesse se mesure aux animaux non consommés, à l'actif résiduel porteur d'espérance.

L'homme devient comptable de son « avoir », expression d'un meilleur lendemain dont la cause est une non-consommation temporaire.

L'actif est déjà le futur en gestation, l'avenir préparé. La naissance de l'agriculture intensifie la contradiction entre « l'avoir » et le « consommer ». L'homme découvre l'intérêt d'épargner une partie de sa cueillette pour se constituer une base de production future.

Il faut savoir garder, conserver et protéger. L'importance des troupeaux et des réserves est fonction d'une vision de sa propre durée, l'affirmation d'un avenir, une prémonition.

Progressivement, le développement de ces détours économiques implique une explosion de l'avenir, un débordement du futur, un rapport à la mort différent.

Tout comportement économique repose sur ce choix d'investir, reflet des sacrifices et préparation de l'avenir.

L'investisseur repousse les limites du délai de rémanence au-delà de sa propre existence en sondant l'espace ou en préservant sa planète. L'échange du présent contre le futur dépasse la longévité humaine, devient un phénomène inter-générationnels.

Fondamentalement, un « actif » est une représentation d'un « lendemain », une croyance en l'avenir.

1. L'analyse des investissements

1.1. Le choix d'un taux d'actualisation ou de capitalisation

Le coût du capital correspond au taux moyen pondéré des différents financements de l'entreprise. Il est fonction de ses accès aux marchés financiers et de ses opportunités en matière de crédit et de financement propre.

Les taux d'intérêts pratiqués sont fonction de décision d'épargne et de consommation, de l'inflation, des anticipations, de l'offre et de la demande de crédit dans une économie.

La prime de risque sera d'autant plus élevée que les prévisions sont incertaines, les risques d'insolvabilité grands, les échéances lointaines, les technologies peu maîtrisées, la clientèle nouvelle, le personnel récemment embauché.

Ainsi, un investissement de rationalisation exige un taux d'actualisation inférieur à celui d'un investissement de croissance. À risque moindre correspond une exigence de rendement plus faible.

Deux calculs de coût du capital peuvent être menés, l'un sur la base des valeurs comptables, l'autre sur celle des valeurs de marché.

En approche « valeurs comptables » nous pondérons les taux de l'entreprise par des coefficients représentatifs de l'importance respective des modes de financement au regard du bilan.

En approche « valeurs de marché » nous pondérons les taux du marché par des coefficients représentatifs de l'importance respective des modes de financement exprimés en valeur de marché.

La valeur de marché des capitaux propres correspond à la capitalisation boursière de la société, à savoir le nombre de titres composant le capital multiplié par le cours en bourse. Si la société étudiée n'est pas cotée, il convient de mener une évaluation d'entreprise.

La valeur de marché des dettes financières correspond à la valeur actuelle au taux du marché de l'ensemble des décaissements liés au service de ces dettes.

Pour de nombreux auteurs, le coût des fonds propres peut être calculé en utilisant une formule de type MEDAF (Modèle d'équilibre des actifs financiers). Cette formulation présente l'avantage d'intégrer l'octroi de primes de risque aux actionnaires dans le calcul du coût des fonds propres et de déboucher directement sur un coût du capital risqué.

Ainsi, pour un projet A, le coût des fonds propres devient :

$$E(RA) = R_s + [E(RM) - R_s] \beta_A$$

avec :

$$E(RA) = \text{Coût des fonds propres associés au projet A}$$

$$R_s = \text{Taux sans risque}$$

$E (RM)$ = Taux de rendement espéré du marché

βA = Mesure du risque systématique du projet A

$[E (RM) - R_s] \beta A$ = Prime de risque économique spécifique au projet A

Nous pouvons considérer qu'une prime de risque financier doit aussi être octroyée aux actionnaires pour les rémunérer à hauteur du risque lié au niveau d'endettement de la société. Selon les phénomènes d'effet de levier, plus le niveau d'endettement est élevé, plus forte est la rentabilité des capitaux propres (si toutefois la rentabilité économique dépasse le taux de rémunération des prêteurs de fonds).

Cependant, selon les mêmes phénomènes et du fait de la fixité du taux de rémunération des prêteurs de fonds, la variabilité de la rentabilité des capitaux propres aux évolutions de la rentabilité économique sera d'autant plus grande que les dettes financières sont élevées au regard des capitaux propres.

Ainsi, nous posons une prime de risque financier selon la formule suivante:

$$[E (RM) - R_s] \beta A \times D / C \times 0,75$$

Avec:

D = Les dettes financières de la société exprimées de préférence en valeurs de marché

C = Les capitaux propres de la société exprimés de préférence en valeurs de marché

0,75 = Dans le cadre d'un taux d'imposition des bénéfices de 25%.

Le coût des fonds propres devient définitivement:

$$E (RA) = R_s + [E (RM) - R_s] \beta A + [E (RM) - R_s] \beta A \times 0,75 \times D / C$$

Pour calculer le bêta (β) d'un projet, nous assimilons son comportement en termes de risque à la variabilité d'une catégorie d'actions aux évolutions du marché financier.

Nous procédons donc par similitude de comportement en utilisant le bêta (β) d'un titre sur le marché pour apprécier un projet pour lequel un calcul d'indice de corrélation est impossible. Cette assimilation de la variabilité propre à un projet de la société X à la variabilité propre au titre de la société Y permet d'intégrer l'idée que le risque lié à un projet dans une entreprise ne correspond pas au risque de l'entreprise dans son ensemble et que les actionnaires revendiqueront une rémunération analogue à celle qu'il pourrait obtenir sur le marché pour un même niveau de risque.

De cette façon, nous calculons un taux de rémunération des fonds propres plus qu'un coût des fonds propres. Pour passer de l'un à l'autre, il faudra ajouter les frais d'émission des titres évalués souvent forfaitairement.

Cette analyse se fonde sur les possibilités d'arbitrage des actionnaires sur les marchés financiers. Avec un coût de la dette financière inférieur au coût des fonds

propres une société n'obtiendra pas systématiquement une diminution du coût du capital risqué en s'endettant au-delà puisque à toute augmentation des dettes correspond une augmentation de la prime de risque financier, donc du coût des fonds propres.

1.2. La nature de l'investissement

L'investissement est un bien durable dans l'entreprise non consommé par un cycle d'exploitation. Un investissement est une immobilisation de capitaux pour une longue période en vue d'avantages ou de gains ultérieurs incertains.

L'entreprise investissant fait un ensemble de décaissements qui peuvent s'échelonner sur plusieurs années acquérant ainsi des actifs dont l'exploitation permettra de récupérer la mise de fonds et de réaliser un rendement minimal sur les capitaux investis.

Les actifs ne sont pas achetés en vue d'une revente, mais pour les utiliser.

Dans la plupart des cas, un investissement est irréversible. Une fois réalisé, il est difficile de revenir en arrière.

L'interdépendance des projets peut se situer aussi bien au niveau des actifs immobilisés qu'au niveau des revenus et coûts d'exploitation attendus :

- les investissements mutuellement exclusifs. Ce sont des investissements tels que l'acceptation de l'un entraîne automatiquement le rejet de l'autre ;
- les investissements concurrents. Les investissements coexistent dans l'entreprise. Un investissement est concurrent à un autre s'il en réduit la rentabilité. Son acceptation n'aboutit pas nécessairement au rejet de l'autre mais en affecte négativement la rentabilité ;
- les investissements indépendants. Deux investissements sont indépendants si l'adoption de l'un n'entraîne aucun effet sur l'autre et réciproquement ;
- les investissements complémentaires. Un investissement est complémentaire à un autre s'il permet d'en augmenter la rentabilité. L'investissement complémentaire peut être réalisé en même temps que l'investissement qu'il complète ou ultérieurement.

Traditionnellement, nous opposons les investissements de pure innovation aux investissements de remplacement à l'identique.

Les premiers engendrent de nouveaux BFRE, les seconds ne modifient pas sensiblement les besoins issus du cycle d'exploitation.

Au-delà de ces catégories, nous pouvons présenter le classement suivant :

- les nouveaux produits. Il s'agit d'investissements réalisés en vue de développer de nouveaux produits. L'investissement présente plus de risque et il convient de les sélectionner sévèrement ;
- les nouveaux marchés. Les investissements visant à développer des marchés nouveaux présentent moins de risque que les précédents. L'expérience de la

- production du bien permet des estimations précises de coûts. La connaissance d'un premier marché est une aide à l'élargissement de la clientèle ;
- les améliorations de la qualité. Ces projets visent à augmenter la longévité ou les performances des produits de l'entreprise ;
 - les réductions de coûts. Les investissements visant à réaliser des réductions de coûts sont généralement moins risqués que les précédents. Ils sont sans effets sur la demande. Ils visent à réduire les frais d'exploitation ;
 - les remplacements. Il s'agit de remplacer un équipement devenu vétuste ou obsolète par suite d'une innovation technologique. Les projets de remplacement n'ont pas d'effet sur le chiffre d'affaires.

Les capitaux sont immobilisés en vue d'avantages ou de gains futurs. Les revenus nets doivent l'emporter sur le montant investi. La décision de se lancer dans un projet est fonction d'une comparaison entre les montants à investir et les gains espérés. Au moment de la décision d'investissement, ni les avantages ni les coûts ne sont connus avec certitude.

Le montant de l'investissement est plus facile à estimer que les revenus à en retirer. Si les décaissements nécessaires à la réalisation de l'investissement sont échelonnés la certitude disparaît. Des dépenses imprévues sont susceptibles de se présenter, les décaissements effectifs peuvent être différents des montants prévus. Des conditions atmosphériques inhabituelles, une variation des taux de change, une grève peuvent engendrer des écarts entre prévision et réalité.

Toutefois, l'incertitude quant aux gains est encore plus grande. L'entreprise maîtrise mieux ses coûts que ses ventes. La demande des produits de l'entreprise dépend de la concurrence, de la conjoncture économique. La durée de vie du produit est incertaine. Les frais d'exploitation sont davantage prévisibles sans pouvoir être connus avec certitude.

En général, la notion d'investissement en gestion financière correspond à celle d'immobilisation en comptabilité. Cette adéquation n'est pas totale. Certains investissements sont comptabilisés en charges de l'exercice même s'ils sont susceptibles de produire des effets sur une longue période. Une campagne publicitaire, la mise en place d'un réseau de vente, des activités de recherche, la formation du personnel sont des exemples d'investissements qui ne sont pas nécessairement comptabilisés en immobilisation.

1.3. La prise de décision d'investir

Une fois précisés l'objectif à atteindre et les moyens nécessaires, il convient d'effectuer des anticipations de revenus et de coûts associés. L'estimation des ventes nécessite des compétences économiques, des études de marchés. Les estimations de coûts s'appuient sur les informations des services de la production, des approvisionnements, des ressources humaines.

La croissance de l'entreprise nécessite d'uniformiser la présentation des projets pour en faciliter la comparaison. Chaque service présente ses projets selon un modèle déterminé en fournissant des renseignements sur la nature du projet, le problème à résoudre, les autres solutions envisagées, les prévisions de ventes et de coûts, le montant de l'investissement. La formulation et l'analyse du projet peuvent demander plusieurs mois, plusieurs années en fonction de sa complexité. Le projet étant formulé il doit être acheminé jusqu'au centre décisionnel.

Convaincu du bien-fondé du projet, de l'occasion d'investir, le service doit présenter ses options aux décideurs. Le projet doit être compris par des généralistes. Les dirigeants chargés de sélectionner les projets doivent prendre en considération la personnalité, les inclinations des cadres sollicitant l'investissement. L'allocation des ressources en capital étant un processus partiellement objectif, le centre décisionnel devra s'efforcer de rationaliser ses choix en estimant le bénéfice d'avoir raison et le coût d'avoir tort.

Pour choisir entre plusieurs décisions possibles, on doit considérer les coûts futurs. Les coûts passés ne doivent pas influencer les décisions d'investissement mais peuvent servir de base à l'estimation des flux à venir. Les coûts à prendre en considération sont estimés, ils ne peuvent être connus avec certitude. Ils doivent concerner la décision en cause.

On doit tenir compte des flux monétaires et non des bénéfices comptables. Le système comptable ne fournit pas directement les données nécessaires à l'évaluation des investissements. La comptabilité enregistre les opérations à la date du transfert de propriété sans relation immédiate avec un mouvement de trésorerie.

La trésorerie repose sur les principes d'indépendance des exercices et de rattachement à l'exercice. La comptabilité enregistre les produits et charges sans se soucier de refléter les mouvements de trésorerie d'où une différence fondamentale entre le bénéfice comptable et la variation de trésorerie.

La gestion financière s'intéresse aux flux monétaires, la valeur d'un actif est fonction de la valeur actualisée des flux associés. Un flux monétaire correspond à la différence des entrées et des sorties de fonds ; il engendre une variation sur l'avoir liquide. Tant pour l'actionnaire que pour l'entreprise, l'évolution de la trésorerie est une donnée plus objective. Les notions d'encaissement et de décaissement seront privilégiées au détriment de celles de produit et de charge.

Le flux de trésorerie d'exploitation peut être calculé de la façon suivante :

Excédent brut d'exploitation

$\Delta \pm$ BFRE

- IS exploitation

= FTE

Ces calculs ne tiennent pas compte des coûts associés au mode de financement.

L'impôt sur les sociétés d'exploitation se calcule en appliquant le taux normal d'imposition des sociétés au résultat d'exploitation défini comme la différence entre l'EBE et les dotations aux amortissements.

Dans le cadre d'un résultat imposable d'exploitation négatif, nous distinguons trois situations au regard de ce déficit :

- le bénéfice global de l'entreprise réalisé par ailleurs est supérieur, d'où une économie d'impôt sur l'exercice considéré ;
- l'entreprise est globalement déficitaire d'où une gestion des reports déficitaires ;
- le bénéfice global de l'entreprise réalisé par ailleurs est inférieur d'où une économie d'impôt et un report déficitaire.

La pratique des amortissements éloigne le bénéfice du flux monétaire. En effet, la comptabilité répartit la charge sur la durée de vie du bien immobilisé alors que le décaissement a lieu dans la plupart des cas au préalable et globalement.

Nous devons donc considérer les flux monétaires additionnels attribuables à l'investissement, il faut isoler l'influence de l'investissement sur les flux monétaires de la société dans son ensemble, voire sur ceux du groupe. Les effets externes ne doivent pas être considérés dans la décision d'investissement. Toutefois, certains effets externes peuvent devenir internes en cas d'évolution de la législation (dédommagement exigé des entreprises polluantes par exemple).

Les solutions apportées au positionnement des variations du besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) sont variées. Pour certains auteurs, il convient de les placer en début d'année par principe de prudence ; les variations du BFRE correspondent souvent à des augmentations préalables, donc des besoins antérieurs, leur positionnement en début d'année diminue d'autant les valeurs actualisées et donc la rentabilité calculée. De plus, dans la perspective d'établissement d'un plan de financement la position de l'augmentation initiale en début d'année permet de majorer d'autant les ressources permanentes nécessaires et donc d'éviter une trésorerie passive sur la première période.

Pour d'autres auteurs, il est préférable de présenter les variations du BFRE en fin d'année par principe de retraitement de l'EBE. En effet par hypothèse simplificatrice nous posons l'EBE en fin d'année, puis nous déduisons les augmentations de BFRE pour obtenir un flux de trésorerie. La présence des Δ BFRE dans la détermination des FME ne se justifie que par la consistance de l'EBE, par la volonté de passer de la différence Production-Consommation à la différence Encaissement-Décaissement. Dans cet esprit, les augmentations de stocks constituent un besoin pour l'appréciation du Δ BFRE parce qu'elles majorent d'autant l'EBE ; les augmentations des créances sur les clients constituent un besoin pour l'appréciation du Δ BFRE parce que l'EBE intègre le chiffre d'affaires non encore encaissé, etc.

En somme, la ligne Δ BFRE est le retraitement du non encaissé-non décaissé existant dans l'EBE. Il convient donc d'apprécier la composition du BFRE au regard

de celle de l'EBE ; si nous calculons l'EBE à partir du chiffre d'affaires et non à partir de la production nous devons extraire du BFRE les stocks de produits finis et d'en-cours ; si nous menons notre calcul d'EBE en considérant les recettes et non les ventes nous devons négliger les créances clients pour le calcul du BFRE, etc. Ainsi, les variations du BFRE sont à placer à la même époque que l'EBE, soit en général en fin d'année.

En fin d'exploitation du projet la récupération du BFRE doit s'opérer à hauteur du montant atteint. Les $\Delta+$ et les $\Delta-$ se neutralisent au terme de la durée de vie du projet. Il s'agit bien du retraitement d'un décalage temporaire. Cependant nous pouvons envisager une réalisation du BFRE pour un montant différent si nous considérons que les stocks ne seront pas vendus à hauteur des coûts engagés, qu'une partie des clients ne paiera pas ou que nous ne solderons pas l'intégralité de nos dettes d'exploitation.

Au terme du projet il convient d'ajouter au dernier FME la valeur résiduelle de l'investissement. Cette valeur doit être marchande et non comptable ; elle doit être appréciée nette d'impôt ; elle fait partie sans restriction de la rentabilité économique.

1.4. Le contrôle des projets d'investissement

La sélection des projets repose sur des anticipations entachées d'incertitude. Pendant le déroulement du projet, il convient de confronter la réalité aux prévisions et prendre les décisions nécessaires au maintien de la rentabilité.

Même si les critères de décision sont judicieux, l'adoption d'un projet peut être une erreur lorsque les prévisions ne se réalisent pas.

Les calculs actuariels ne peuvent pas compenser les erreurs de prévision des flux monétaires.

Or, la demande est souvent difficile à prévoir. Dans le cas d'une introduction de produits nouveaux, l'absence d'historique complique l'anticipation. D'une façon générale, il est plus facile de maîtriser ses frais d'exploitation que d'évaluer les ventes. On peut remarquer que la présentation des projets d'investissement souffre fréquemment d'un excès d'optimisme par surévaluation de ventes à venir et minoration des charges associées.

Par ailleurs, pour voir adopter son projet, le gestionnaire tend à gonfler ses prévisions le rendant ainsi plus attrayant. Pour pallier ce phénomène, il est possible de limiter le montant du capital disponible pour investissement par centre opérationnel. Cette technique conduit à une présélection. L'imposition d'une contrainte budgétaire limite les erreurs de prévision.

Il s'agit de comparer les résultats en termes de ventes, de coûts d'exploitation, de montants investis aux prévisions initiales.