
PROFIT ECONOMIQUE : CALCUL

Félix BOGLIOLO

Dans un article publié par cette même revue (Augmenter la valeur des entreprises par des rémunérations incitatives - No 27 - Mars 1997), nous écrivions :

<Admettons (la démonstration de ce point allongerait inutilement cet article, voilà pourquoi <elle sera l'objet d'un article à paraître prochainement dans cette même revue), admettons donc qu'il <existe un critère de mesure de la performance interne d'une entreprise qui constitue un bon élément <d'explication de la valeur de marché de cette entreprise. Ce critère est appelé *residual income* <depuis plus de trente ans outre-Atlantique dans les livres de Finance ; de ce côté-ci, on parle de <résultat économique. Le magazine L'Expansion l'a rendu populaire à trois reprises ces dernières <années (le 7 novembre 1996 pour la publication la plus récente) à l'occasion d'un classement réalisé <en liaison avec le cabinet américain Stern Stewart qui a déposé la marque EVA® pour *Economic* <Value Added. Le lecteur impatient qui ne pourrait attendre la prochaine publication de tous les <détails trouvera en annexe comment calculer très succinctement ce critère. Ce résultat économique <est la mesure de performance interne à l'entreprise qui est la plus corrélée à la valeur de cette même <entreprise.>

Tout vient à point à qui sait attendre, dit la sagesse populaire. Voici donc les explications annoncées.

I. CALCUL DE LA MVA

Il convient dans un premier temps de mesurer la valeur de l'entreprise en stock. En fait et pour être à la fois plus précis et plus pertinent, il convient de distinguer à ce stade entre valeur et création de valeur ou de richesse. C'est le concept de la *Market Value Added* ou M.V.A. qui sert de base au classement évoqué ci-dessus. En effet, l'important n'est pas la valeur de l'entreprise mais plutôt le surcroît de valeur par rapport à l'investissement réalisé par les bailleurs de fonds.

A. CALCUL DE L'ACTIF ECONOMIQUE

C'est cette notion d'investissement des bailleurs de fonds que nous allons expliquer dans un premier temps. Nous l'appelons Actif Economique.

Actif Economique (vu de l'Actif ou des emplois)
= Immobilisations quelle que soit la manière de les financer, c'est-à-dire y compris celles en crédit-bail ou en location simple de longue durée
+ Besoin en Fonds de Roulement, c'est-à-dire
+ stocks
+ clients y compris ceux escomptés ou cédés n'importe quelle forme
+ un volant minimum de liquidités nécessaires à l'exploitation que l'on peut évaluer selon un nombre de jours de chiffre d'affaires
- fournisseurs - exclusivement ceux d'exploitation

Actif Economique (vu du Passif ou des ressources)
= Actions pour les montants effectivement déboursés c'est-à-dire compte non tenu des actions d'auto-contrôle

+ Dettes financières y compris les contreparties des effets escomptés ou cédés sous quelque forme que ce soit ; y compris aussi tous les pseudo-fonds propres : TSDI, prêts participatifs, etc. qui sont en fait des vraies dettes

Nous préférons la définition par l'Actif plutôt que celle par le Passif.

En effet, une entreprise est ce qu'elle est grâce à son Actif. Ses clients (ses fournisseurs même d'une certaine mesure) la connaissent par ses produits et par ses marchés exclusivement. Or le client, consommateur d'un produit ou service, s'intéresse exclusivement aux caractéristiques de ce produit ou service : qualité, prix, délai de paiement, disponibilité, service après-vente, etc.. Toutes choses qui dépendent exclusivement des actifs de l'entreprise fabriquant et vendant ce produit : actifs corporels (les machines ayant fabriqué le produit), actifs incorporels (fonds de commerce, recherche et développement, formation du personnel, publicité et marketing, ayant généré le produit en amont de la fabrication et suscité sa vente en aval) et éléments du besoin en fonds de roulement (consubstantiels des conditions de vente et de fabrication).

Ceci étant, l'égalité comptable fait que l'Actif Economique, mesuré de préférence du côté de l'Actif ou des emplois, peut aussi être mesuré du côté du Passif ou des ressources, pour arriver au même résultat. C'est l'investissement réalisé par les bailleurs de fonds pour financer la constitution de l'Actif Economique.

Comme le lecteur aura pu le remarquer, nous avons à plusieurs reprises employé l'expression bailleurs de fonds. Nous utiliserons aussi celle d'investisseurs. Nous n'évoquerons que très rarement la séparation en deux catégories entre lesquelles ils se répartissent : actionnaires et créanciers. En effet, cette répartition est assez arbitraire. La même entreprise fabriquera et vendra les mêmes produits pour les mêmes clients aux mêmes conditions de prix ou autres, qu'elle soit financée à 100% par des fonds propres et donc sans dette aucune ou avec 1F symbolique de capital et le solde de ses ressources apporté par de la dette (situation extrême d'un R.E.S. ou L.B.O.) ou encore tout autre situation intermédiaire. Il s'agit seulement d'une décision administrative d'une équipe dirigeante en négociation avec les parties concernées : actionnaires ou créanciers. De plus, cette situation est évolutive : telle entreprise peut s'endetter plus à certains moments de son histoire soit en souscrivant de nouveaux emprunts soit en retirant du capital ou au contraire telle autre entreprise ou la même entreprise à d'autres moments de son histoire peut se désendetter en remboursant ses emprunts soit par sa génération de liquidités soit par une augmentation de capital.

Dans cette définition de l'Actif Economique on ne prend en considération que les éléments d'exploitation. Tout ce qui est hors exploitation : immobilisations en cours, créances hors exploitation ou financières, valeurs mobilières de placement, n'est pas pris en considération pour la détermination de l'Actif Economique. Ce sont des éléments soit qui ne portent pas de fruit soit dont les fruits ne se retrouvent pas dans le résultat d'exploitation : intérêts ou dividendes perçus.

Pour effectuer cette mesure de l'Actif Economique, on utilise les états financiers de l'entreprise après certains retraitements économiques pour fournir une vision de l'entreprise plus conforme à la réalité qu'en perçoivent les investisseurs le plus souvent et surtout les actionnaires systématiquement. Par retraitements, nous entendons 'seulement' la comptabilisation d'une même transaction différemment pour passer d'une logique comptable à une logique économique.

B. RETRAITEMENTS

Des retraitements ne sont effectués que s'ils peuvent entraîner des modifications dans la conduite de l'entreprise et un changement dans l'attitude de ses dirigeants et de son personnel. Rappelons en effet à la suite de notre article précédent, que la méthodologie EVA® cherche avant tout à inculquer à l'entreprise une Mentalité axée vers un objectif simple et unique : la performance économique, afin que les investisseurs qui risquent leur épargne obtiennent le rendement qu'ils sont légitimement en droit d'attendre. Pour cela, il faut que les dirigeants et le personnel de l'entreprise pensent, agissent et soient rémunérés comme les propriétaires de l'entreprise.

C'est pour cela que si les investisseurs jugent que les dirigeants qu'ils ont placés à la tête de leur entreprise peuvent inculquer au personnel la Mentalité requise mieux, plus vite et plus profondément grâce à quelques libertés avec l'orthodoxie de certains retraitements, bienvenues soient-elles ! Ni la méthodologie EVA® de Stern Stewart ni l'auteur ne sont dogmatiques ! Keynes écrivait : *I'd rather be vaguely right than precisely wrong* ! (il vaut mieux avoir vaguement raison que tort avec précision : traduction libre de l'auteur).

Pour autant que ces entorses à l'orthodoxie ne soient pas hérétiques bien sûr ! Par hérétique, nous entendons bien entendu 'qui risquerait de déboucher sur une Mentalité contraire à celle recherchée et donc à des décisions contraires à l'intérêt des investisseurs'.

De plus, des retraitements ne sont effectués que s'ils respectent quatre critères :

- ils sont aisément compréhensibles par l'entreprise, ses dirigeants et son personnel : une boîte noire n'est utile ni pour un dialogue entre l'entreprise et ses investisseurs ni encore moins pour un dialogue à l'intérieur de l'entreprise dans cette optique de génération de meilleure Mentalité ;
- ils peuvent être calculés avec exactitude : il ne peut s'agir d'estimations arbitraires ni de règles floues qui donnent lieu à des négociations ;
- les données nécessaires à leur calcul sont disponibles dans la comptabilité de l'entreprise : si les données ne sont pas suivies, la raison en est probablement que l'événement sous-jacent n'est pas important dans la gestion de l'entreprise ;
- leurs montants sont significatifs : la nouvelle vision qu'ils donnent de l'entreprise est substantiellement différente de la vision donnée par les états comptables traditionnels.

Un calcul complet et approfondi de l'EVA® et de la MVA requiert de très nombreux retraitements et une connaissance approfondie de la réalité économique de l'entreprise à laquelle on souhaite appliquer ces concepts. C'est ce qu'une étude spécifique permet d'atteindre.

Dans les classements qu'effectue STERN STEWART pour le compte d'un certain nombre de magazines dans différents pays, dont L'EXPANSION en France, seulement un nombre très réduit de retraitements sont mis en oeuvre. De plus ces retraitements sont mis en oeuvre de manière très sommaire et totalement indiscriminée pour l'ensemble de l'échantillon. Par exemple, la recherche et développement est capitalisée sur 5 ans : il est clair que, dans l'industrie du logiciel, une durée de 3 ans est certainement plus appropriée et que, dans l'industrie pharmaceutique, une durée de 20 ans n'est peut-être pas absurde dans certains cas.

De manière générale, ces retraitements peuvent être classés en trois catégories :

- comptabilisation d'éléments constitutifs de flux monétaires vs. des non-flux,
- comptabilisation en continuité de l'exploitation vs. en liquidation,
- comptabilisation en coûts complets vs. recherches fructueuses.

Premier type de retraitement.

La présentation traditionnelle des comptes des entreprises incorpore toute une série d'éléments non représentatifs de flux monétaires réels : transferts de charges ou produits, provisions et amortissements. Or les investisseurs ne sont véritablement sensibles qu'aux aspects de flux à une seule exception près que nous étudierons un plus loin (amortissement des immobilisations corporelles). Les autres n'ont guère de sens économique.

Pour ceux qui ont un sens économique la seule place de ces éléments non-monétaires est d'être réintégrés dans les fonds propres.

Par exemple, les comptes de régularisation passifs ou produits différés tels des abonnements vont aller en augmentation des fonds propres. Les charges à répartir ou comptes de régularisation actifs vont aller en diminution des fonds propres.

Les provisions pour dépréciation d'actifs vont subir un traitement analogue : aller en augmentation des fonds propres. En effet, elles n'intéressent guère les investisseurs (même si elles sont appelées parfois amortissement d'éléments incorporels). En effet, ils ont bien investi 100F dans l'entreprise d'une manière ou d'une autre pour que celle-ci acquière un actif pour ce montant. C'est ce montant là qu'ils veulent voir au bilan de 'leur' entreprise pour pouvoir mesurer correctement l'investissement qu'ils y ont réalisé au fil du temps et par la suite le rendement qu'ils en tirent année après année. N'importe quelle entreprise peut sembler dégager un bon rendement pour peu qu'elle ait déprécié suffisamment ses actifs ! Mais les liquidités investies en leur temps seront tout autres.

Les investisseurs raisonnent en deux temps, comme nous avons commencé à l'évoquer plus haut : d'abord investissement réalisé et ensuite valeur de cet investissement pour mesurer la création de richesse. Or la valeur de l'investissement ne dépend en rien de la situation nette comptable telle qu'elle résulte du passage de provisions pour dépréciations d'actifs diverses et variées. A notre modeste connaissance, rares sont les transactions d'achat-vente d'entreprises qui se négocient juste au prix donné par la situation nette comptable. Il y a systématiquement une décote ou une surcote, parfois même très importante. Alors si le montant de ces provisions est purement arbitraire et ne peut servir de guide économique, autant ne pas les passer. Les investisseurs les contre-passent donc systématiquement pour raisonner en actifs bruts, les seuls à retracer le montant réel de leur investissement.

Ceci s'applique tout aussi bien au goodwill.

En effet, que représente le goodwill ? Rien d'autre que la chose suivante. Une entreprise A a acheté une entreprise B. Lorsque A intègre B pour la première fois dans ses comptes, elle comptabilise au débit de différents comptes d'actifs : liquidités, clients, stocks, immobilisations corporelles et incorporelles et autres, divers montants dont le total n'est que de 95 par exemple. Ces divers montants peuvent d'ailleurs avoir été fixés à dire d'expert si la législation pertinente le permet. Ils peuvent donc ne pas correspondre aux montants comptabilisés par B avant l'acquisition. Pour équilibrer son écriture comptable, A crée un compte de goodwill qu'elle débite de 5.

Mais ces procédures administratives sont de peu d'importance économique aux yeux des investisseurs. Le fait est que les dirigeants de A ont crû bon de demander 100 de plus à ses investisseurs, augmentant d'autant les fonds gérés par eux.

Or, si les immobilisations corporelles s'usent parce qu'on s'en sert, le goodwill s'use quand on ne s'en sert pas ! Un actif semblable au goodwill est-il éligible à un éventuel amortissement dans le cadre conceptuel que nous décrirons ultérieurement pour les immobilisations corporelles ? La réponse sera : Non !

Seule la valeur brute du goodwill est donc à considérer, comme pour tous les actifs semblables. Et ce, que le goodwill ait été amorti via le compte d'exploitation ou directement sur les fonds propres dans les cas autorisés. Seules les immobilisations corporelles sont à prendre en net des amortissements économiques.

On peut raisonner de manière similaire avec les provisions pour risques et charges ou pour impôts différés. Tant qu'elles ne sont pas payées, elles représentent des liquidités générées par l'entreprise et qui n'en sont pas encore sorties. Elles représentent donc bien une ressource de l'entreprise ayant servi à financer l'Actif Economique. Reste à savoir si ce sont des dettes ou bien des fonds propres. Quatre arguments militent clairement en faveur d'une classification en fonds propres. Cependant un distinguo doit être fait entre deux types de provisions : celles de type actuariel (notamment les retraites) et les autres. Les arguments qui vont suivre s'appliquent seulement aux autres types.

D'abord, il n'y a que deux types d'investisseurs et deux seulement : les actionnaires et les créanciers. L'argent des provisions ne provient clairement pas des créanciers. Il ne peut donc provenir que des actionnaires.

En deuxième lieu, considérer les provisions comme une dette, c'est implicitement se placer dans une perspective liquidative de l'entreprise. Dans une perspective de continuité de l'exploitation, on voit clairement que les provisions sont toujours au bilan et pour des montants plutôt croissants. Si on pouvait marquer F 1 de ces provisions au Carbone 14, on constaterait en effet que selon les années, ce F 1 rentre ou sort. Et donc ce F 1 particulier est bien une dette. Mais comme dans leur ensemble, les provisions sont toujours là, force est donc de constater que, collectivement, elles constituent bien des fonds propres.

Ensuite, si l'entreprise disposait d'un droit de créance sur ses actionnaires, on pourrait très bien envisager que l'entreprise distribue la totalité de son résultat quitte à procéder à une augmentation de capital lorsque ces provisions deviennent dues. L'entreprise dispose bien d'un tel droit dans le cas du capital souscrit et non appelé ou du capital appelé et non versé ou dans le cas d'une S.N.C.. Les provisions constituent donc en quelque sorte une augmentation de capital réalisée trop tôt.

Enfin, l'entreprise a aussi le choix de charger une compagnie d'assurance du service de ces provisions, moyennant le paiement immédiat d'une prime égale à la provision constituée. L'argent correspondant ne serait plus dans l'actif économique de l'entreprise. Par contre, il ferait partie intégrante de l'actif économique de la dite compagnie d'assurance. Or il est bien connu que les compagnies d'assurance n'ont pas de dettes. Ce montant ferait donc partie des fonds propres de la compagnie d'assurance. En choisissant de ne pas avoir recours à une compagnie d'assurance tierce, l'entreprise s'auto-assure et ajoute donc de fait un nouveau métier à son objet social. Son bilan est alors le consolidé entre son métier industriel et son activité d'assurance. Il incorpore donc l'effet comptable de ces retraites, à savoir les fonds propres de la compagnie d'assurance.

En quoi le traitement des provisions de retraite doit-il être différent ?

Les provisions de retraite au passif sont d'un type actuariel. Elles se comportent comme une sorte de *zero coupon bond* (obligation à coupon zéro). C'est-à-dire que l'entreprise passe dans son compte de résultat une dotation supplémentaire chaque année pour ajuster la valeur du stock au passif, et cette écriture est en tout point équivalente à un intérêt financier. Il y a donc lieu de ne pas considérer la dotation correspondante dans le calcul du résultat opérationnel.

Les employés sont donc à ce titre des créanciers de l'entreprise comme les autres. La réserve spéciale de participation laissée dans l'entreprise est aussi considérée comme une dette. Dans les deux cas, les employés ont la possibilité théorique d'investir l'argent qui leur est actuariellement dû en dehors de l'entreprise.

Hormis la question des amortissements sur immobilisations incorporelles, l'EVA® ne considère que les flux monétaires.

Deuxième type de retraitement.

Force est de constater qu'en dépit des affirmations de la profession comptable, la présentation traditionnelle des comptes est faite dans une optique liquidative de l'entreprise plutôt que dans une véritable optique de continuité d'exploitation. En ce sens, les états financiers traditionnels sont plus faits pour les créanciers que pour les actionnaires. Les comptes sont en effet un peu trop dominés par le principe de prudence. Ils en oublient le principe de concordance dans le temps des recettes et des dépenses.

L'exemple caractéristique de cette affirmation est celui des investissements immatériels : que ce soit typiquement la recherche et développement ou tout autre dépense passée en charge d'un seul exercice alors que ses effets vont porter des fruits étalés sur plusieurs exercices (formation du personnel, campagne de marketing pour le lancement d'un nouveau produit, etc.).

Considérons que le principe de concordance dans le temps est primordial, comme le pensent les investisseurs. En effet, le principe de prudence n'est pas important pour eux par définition même puisqu'il s'agit d'investisseurs. Leur métier est en effet de prendre des risques. Ils se désaisissent de leur épargne pour l'investir, c'est-à-dire la confier en gestion à des tiers, dirigeants d'entreprise qui deviennent leurs mandataires. Cet acte est risqué par nature et donc non prudent, si le lecteur nous autorise cette lapalissade.

Supposons un effort de recherche et développement régulièrement étalé tout au long de l'exercice. Sa vie moyenne est donc de six mois. Si le principe de concordance dans le temps était réellement appliqué, cela voudrait dire que les fruits de cet effort de recherche et développement seraient générés durant ces mêmes six mois. Quel dirigeant d'entreprise entreprendrait un quelconque effort de recherche et développement pour des fruits durant six mois ?

On nous objecte souvent : et si la recherche est infructueuse et que donc cet investissement ne vaut rien ? Nous répondrons plus loin à cette question plus en détail. Qu'il nous suffise pour le moment de répéter ceci.

Le raisonnement précédent n'a rien à voir avec la valeur de marché de l'entreprise puisque, ici, on en est à mesurer la valeur comptable des investissements réalisés par l'entreprise via la mesure des flux monétaires correspondants. Les comptables tombent souvent dans l'erreur en prétendant valoriser l'entreprise via, comme dans ce cas particulier, des différences de comptabilisation en charge ou en investissement. Les investisseurs préféreraient plutôt qu'ils concentrent leurs efforts sur la mesure des flux monétaires y transitant. C'est la fonction des marchés que de valoriser l'entreprise. Voilà tout l'intérêt du raisonnement en deux temps que nous menons depuis le début de cet article qui permet de mettre en exergue la création de richesse en distinguant l'investissement réalisé de sa valeur sur le marché.

Tous les investissements immatériels doivent donc être ‘activés’ pour être situés là où il convient à l’Actif immobilisé (immobilisations en cours avec la capitalisation des intérêts intercalaires correspondants comme il se doit) et non en charges d’un seul exercice. Et ce jusqu’à la mise sur le marché des produits correspondants où ils passeront en immobilisations normales. Ne doit circuler par les charges d’un exercice que l’amortissement correspondant sur la durée de vie économique des produits que l’investissement aura servi à fabriquer. Cette durée d’amortissement peut être très longue si par exemple on bénéficie de la protection d’un brevet.

Dans des industries lourdes en recherche et développement comme l’industrie pharmaceutique par exemple, ce seul retraitement peut constituer près de la moitié de l’Actif Economique total soit doubler l’Actif comptable. La vision de l’entreprise en sera nécessairement différente.

La méthodologie EVA® se place résolument dans une optique de continuité de l’exploitation.

Troisième type de retraitement.

Ce troisième type de retraitement est mieux compris dans le cadre d’un exemple tiré de l’industrie pétrolière.

Une entreprise pétrolière fore des puits dans l’espoir de trouver des gisements. Certains puits s’avèrent infructueux et les dépenses correspondantes sont passées en charge de l’exercice selon la comptabilité traditionnelle. D’autres s’avèrent productifs et les dépenses correspondantes sont activées (*successful efforts* ou recherches fructueuses).

Mais toute personne sait bien que certaines règles statistiques jouent. Si les compagnies pétrolières étaient sûres d’avance des résultats de leurs recherches, elles ne forceraient bien évidemment que les puits productifs !

En conséquence, il est clair que forer des puits secs fait partie intégrante du travail de forage de puits productifs. On ne doit donc pas mesurer la rentabilité des puits productifs par rapport à leurs seules dépenses mais par rapport à l’ensemble des dépenses de forage : celles relatives aux puits productifs et celles relatives aux puits secs (*full cost accounting* ou coûts complets).

Il en va de même des charges exceptionnelles ou frais de restructuration, indemnités de licenciement ou autres. Cela fait partie de la vie normale d’une entreprise malheureusement que se restructurer de temps en temps pour s’adapter à son environnement changeant, éventuellement via des licenciements.

Dans le cas des indemnités de licenciement, une procédure française permet d’appréhender ce retraitement de manière très spécifique et très visuelle.

Une entreprise en difficulté peut avoir besoin d’effectuer des licenciements et ne pas avoir la trésorerie pour le faire. Elle déposera alors son bilan. L’administrateur judiciaire effectuera les licenciements prévus. Les organismes de Sécurité Sociale paieront les indemnités correspondantes. Des liquidités nouvelles extérieures à l’entreprise viendront donc s’investir dans l’entreprise. Le bilan s’en trouvera bien augmenté d’autant. La Sécurité Sociale se remboursera si l’entreprise retrouve sa viabilité. Ici encore, la différence entre l’investissement et sa valeur est bien visible.

Pour suivre la vision économique des investisseurs, la méthodologie EVA® requière donc une comptabilité en coûts complets.

C. VALEUR DE MARCHÉ ET MVA

Une fois effectués tous ces retraitements, le calcul de l'Actif Economique est effectué. Il représente le "In", c'est-à-dire le montant total de l'investissement effectivement réalisé par les différents bailleurs de fonds de l'entreprise.

Il convient alors de mesurer le "Out", c'est-à-dire la valeur de marché de ce même investissement, soit ce que ces bailleurs de fonds retireraient de la vente sur le marché de leurs titres de propriété ou de créance sur l'entreprise.

La valeur de marché des titres de créance n'est en général pas substantiellement différente de leur valeur comptable même quand une cotation publique n'existe pas. La différence provient soit de variations de taux de change soit de variations de taux d'intérêt et il est possible de la calculer assez simplement avec les outils classiques des mathématiques financières. Elle peut aussi provenir de variations importantes dans l'appréciation du risque de crédit : exemple Eurotunnel dont la dette marque une décote importante sur un marché gris (50-60%), si on en croit la presse.

La valeur de marché des titres de propriété est aisément constatable si la société est cotée sur un marché financier. Même si elle ne l'est pas, ses titres de propriété ont une valeur fluctuante dans le temps : des experts en évaluation font leur métier de calculer une estimation de cette valeur pour la simple information de parties intéressées ou pour préparer une transaction sur ces titres ou encore pour des obligations déclaratives : I.S.F. par exemple.

On peut alors calculer la *Market Value Added* ou création de richesse comme :

$$M.V.A. = \text{Out} - \text{In}$$

$$= \text{Valeur Marché de l'Actif Economique} - \text{Valeur 'Comptable' de l'Actif Economique}$$

Cette création de richesse en termes de stock provient des anticipations du marché quant à la création de richesse en termes de flux à l'avenir. La création de richesse en termes de flux est donnée par l'EVA® telle que mesurée ci-après (aussi appelé profit économique). En termes de mathématiques financières, on dit que la MVA est la valeur présente des EVA futures, estimées par le marché et actualisées au Coût du Capital (Cf. ci-dessous).

La Valeur de marché de l'entreprise se déduit en effet par la formule suivante :

$$\text{Valeur de marché} = \text{Actif Economique} + \text{Valeur présente des EVA® futures}$$

II. CALCUL DE L'EVA®

Pour calculer le profit économique ou EVA®, il faut partir du Résultat Opérationnel, c'est-à-dire le Résultat d'exploitation modifié par les conséquences de tous les retraitements effectués sur l'Actif Economique et après impôt sur ce seul solde.

Ainsi on ne prend en considération ni le résultat financier ni le résultat exceptionnel ni la quote-part d'impôt y afférente. De plus on est cohérent avec le calcul de l'Actif Economique et on intègre au calcul de l'EVA® le pendant des retraitements effectués pour ce premier calcul.

Par exemple et puisqu'on y a intégré divers éléments tels que provisions ou écarts de conversion, seule leur variation sera reprise ici. Puisqu'on a capitalisé les locations longue durée hors bilan, on réintègre les frais financiers y afférents et qui sont inclus au compte de résultat traditionnel dans les loyers passés en charge. Aussi l'impôt est pris pour sa seule partie effectivement payée durant l'exercice et non pas pour sa partie différée.

Si on divise ce Résultat Opérationnel par l'Actif Economique, on obtient le Rendement de l'Actif Economique.

On ne peut dire que le résultat de cette division est bien le Rendement de l'Actif Economique que parce que le Résultat Opérationnel est après amortissements des seules immobilisations corporelles.

En effet, que représente l'amortissement ? La meilleure manière de répondre à cette question est d'utiliser une analogie. On peut dire que le rendement d'une obligation achetée 1000 et payant un coupon de 100 est de 10% que si sa valeur est de 1000 en fin d'année. Si pour quelque raison que ce soit, cette obligation vaut 1050 son rendement est de 15% et si par contre sa valeur est tombée à 975 son rendement est de 7,5%.

Les immobilisations corporelles, par le simple fait d'avoir été utilisées pour leur objet dans le courant de l'année, ne valent plus, en termes d'utilité économique, à la fin de l'année autant qu'en début d'année. Et ce quelle que soit les dépenses de maintenance qui ont été effectuées surtout en fin de vie. Voici pourquoi on doit tenir compte dans le Résultat Opérationnel d'un certain amortissement des immobilisations corporelles, en faisant toutefois bien attention de ne pas oublier la maintenance.

Cette notion de Rendement de l'Actif Economique, aussi importante soit-elle, ne constitue pas l'aboutissement de notre calcul.

En effet, supposons que nous ayons affaire à deux entreprises A et B et que le Rendement sur Actif Economique calculé comme indiqué ci-dessus soit de 18% pour A et celui de B soit de 13%. Supposons que l'on veuille comparer les performances de A et B. La réponse ne peut être apportée avec ces seuls éléments d'information. Un Rendement sur Actif Economique ne peut être comparé à un autre Rendement sur Actif Economique que ce soit de la même entreprise à une autre date ou à celui d'une autre entreprise. Un Rendement sur Actif Economique ne peut être comparé qu'aux attentes que les investisseurs avaient lorsqu'ils ont accepté de se désaisir de leur épargne pour la confier en gestion aux dirigeants de leur entreprise.

Cette notion est nommée Coût du Capital dans le monde académique et depuis plus de trente ans on sait comment la calculer de manière assez précise. Du moins de manière assez précise pour le monde des affaires et l'utilisation que l'on peut en faire dans la gestion des entreprises. Nous renvoyons le lecteur intéressé par le sujet à la lecture de la littérature consacrée à ce sujet et notamment au livre de G. Bennett Stewart III, *The quest for value*, Harper-Collins, 1991. Qu'il nous suffise ici d'écrire que ce Coût du Capital se calcule comme la somme de deux éléments : un taux sans risque que l'on prend le plus souvent en France égal au taux des OAT plus une prime de risque propre à l'entreprise et qui dépend de son secteur économique et de sa structure d'endettement.

Cette prime de risque est extrêmement variable d'une entreprise à l'autre tant et si bien que, dans notre dernier classement ci-dessus référencé, ce Coût du Capital s'échelonne pour l'année 1995 de 8,47% à 16,84%, avec 80% des sociétés comprises entre 10,36% et 13,95%.

Le Coût du Capital représente le coût moyen pondéré de toutes les sources de financement : actions et dettes financières à leur coût après impôt respectif.

Revenons à notre exemple précédent et précisons que le Coût du Capital de la société A est de 20% et que celui de la société B est de 12%. Alors nous pouvons affirmer que la performance de la société B est bien meilleure que celle de la société A, en dépit des apparences. En effet, cette dernière ne rapporte pas ce que les investisseurs attendaient d'elle lorsqu'ils y ont investi leur épargne et ce au rythme de -2% par an. Par contre, la société B rapporte +1% de plus que ce que les investisseurs attendaient, ce qui est extra-ordinaire au sens propre du terme.

C'est cette notion de performance que retrace l'EVA®. On pose en effet :
Résultat économique ou E.V.A.® = $(R - C) * AE$, ou encore
= Résultat Opérationnel - Loyer de l'Actif Economique

avec

R Rendement de l'Actif Economique ou Résultat Opérationnel/Actif Economique

C Coût du Capital

AE Actif Economique

Loyer de l'Actif Economique = Coût du Capital x Actif Economique

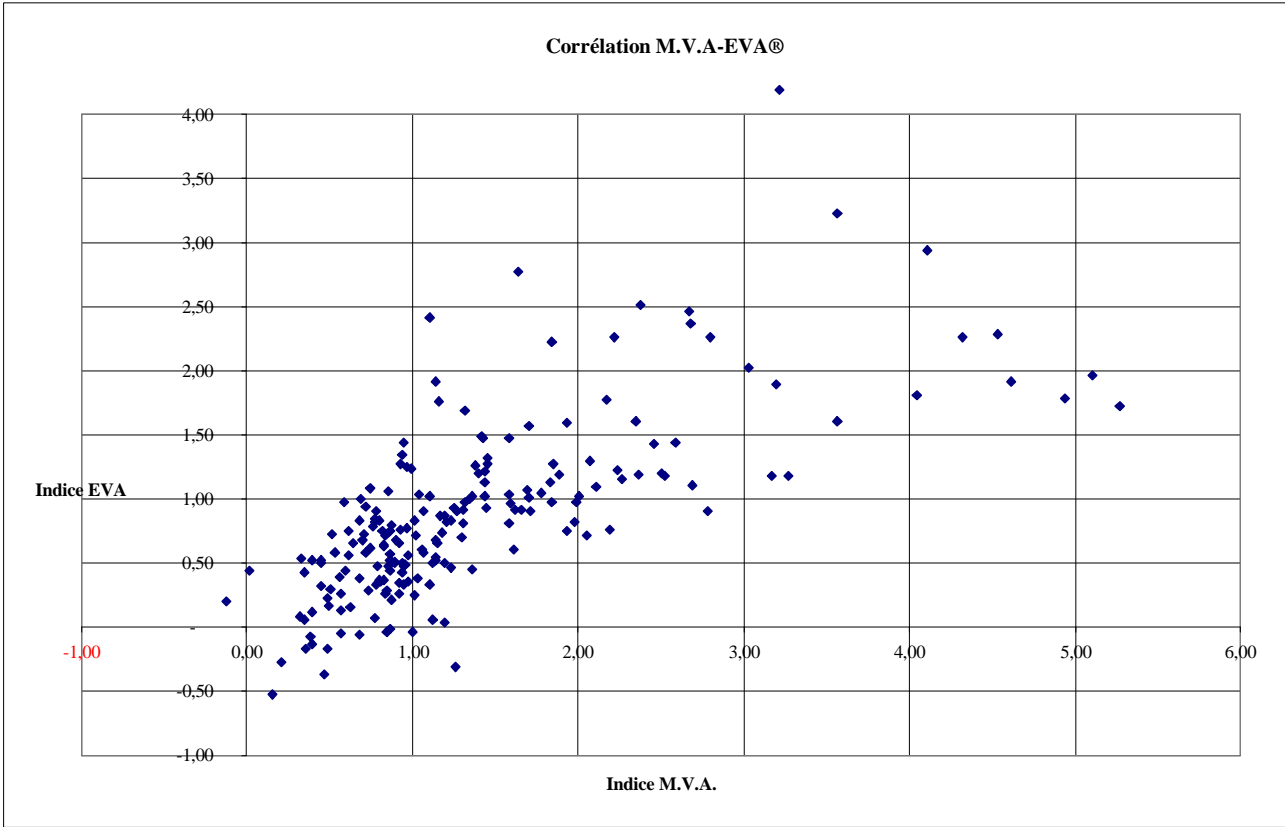
La première formule s'apparente à la formule traditionnelle d'un produit net bancaire : intérêts perçus moins intérêts payés appliqués au principal. Elle met l'accent sur l'aspect rendement-coût du tableau Emplois-Ressources.

La deuxième formule illustre la philosophie mandant-mandataire, classique des situations d'affermage. La gestion des 'fermiers' dégage un Résultat Opérationnel, mais elle ne laisse un profit réel qu'après paiement du loyer au propriétaire.

L'EVA® est la création de richesse en termes de flux évoquée précédemment. C'est l'excédent (déficit) de rentabilité dégagée par les dirigeants sur les fonds qui leur ont été confiés en gestion par rapport au minimum que sont en droit d'exiger les investisseurs. C'est pour cela qu'elle est une estimation du véritable profit économique de l'entreprise étudiée.

Pour prouver que la relation théorique indiquée précédemment comme reliant la MVA à l'EVA® se retrouve bien dans la pratique des affaires en France, nous proposons au lecteur le graphique suivant tiré de notre classement déjà mentionné. Chaque point représente une des deux cents sociétés de l'échantillon étudié avec des valeurs normées à 1 pour enlever l'effet de taille. Ce graphique montre un nuage de points très peu dispersé, très bien aligné le long de la droite de régression. Il prouve donc bien que la corrélation est effectivement très forte entre la création de richesse et le profit économique ($R^2=0,78$ pour les statisticiens).

A titre de conclusion de ce long article, rappelons que nous n'avons traité ici qu'un seul des 4 M que constitue la méthodologie EVA®, celui de Mesure. Mais l'EVA® est aussi et avant tout, un outil de Management de l'entreprise, un outil de Motivation de son personnel et enfin et plus que tout un outil de changement de la Mentalité de l'entreprise. Seulement en réussissant ce changement grâce à la mise en place des trois outils précédents, les entreprises pourront-elles exceller dans leur performance économique.



© Félix BOGLIOLO - 1996 / Aucune reproduction ni citation sans l'autorisation préalable par écrit de l'auteur.