



APPLICATION DES CRITÈRES EVA-MVA DANS LES ENTREPRISES : PERTINENCE, LIMITES ET EFFETS PERVERS

PATRICIA CHARLÉTY*

Le développement des principes de *Corporate Governance* et la pression des investisseurs, notamment les institutionnels, ont conduit un grand nombre d'entreprises à utiliser les indicateurs de performance qui prolifèrent, en particulier l'EVA-MVA. La « création de valeur » est à ce titre un succès commercial. Néanmoins, ce concept n'est pas réellement novateur puisqu'il recoupe la notion très ancienne de valeur actuelle nette. Son principal intérêt est probablement d'inciter les entreprises à prendre en considération la rentabilité économique plutôt que de se focaliser sur les indicateurs de performance comptables plus traditionnels. Cependant, différents auteurs soulignent qu'un recours trop systématique aux indicateurs de création de valeur comporte des dangers, notamment en raison d'une référence quasi-exclusive aux actionnaires.

Cet article aborde la question de la création de valeur à deux niveaux différents. Au niveau technique dans un premier temps : pour des raisons de clarté, il paraît utile d'explicitier les conditions d'équivalence entre les concepts de valeur actuelle nette (VAN) et de MVA ; cela permet également de faire apparaître l'intérêt et les limites de l'utilisation de l'EVA et de la MVA. Dans un deuxième temps, je reviendrai sur les attentes des actionnaires (et des fonds de pension en particulier) : l'intérêt de l'actionnaire est-il de « bénéficier de toutes les garanties des créanciers » comme le suggère Frédéric Lordon, par exemple ? Les exigences de rentabilité sont-elles préjudiciables globalement ou à certaines catégories d'individus ?

* Professeur à l'Essec et chercheur au LEI-Crest.

VALEUR ACTUELLE NETTE, EVA ET MVA

Dans cette partie technique, on montre que la mise en pratique de la maximisation des profits dans un cadre pluriannuel par le critère de la VNP (ou VAN) correspond exactement à la maximisation de la richesse des actionnaires (*shareholder value* ou MVA - ou encore valeur actualisée des EVA)

Le Calcul de la VAN

Calculer la VAN revient à comparer la sortie de trésorerie initiale, liée à un investissement, aux flux de trésorerie futurs, directement générés par cet investissement, actualisés au « taux qui convient » qu'on dénomme coût du capital.

En particulier, ne sont pas prises en considération les dotations aux amortissements et aux provisions puisqu'elles ne génèrent pas de flux de trésorerie, ni les économies d'impôt provenant de l'endettement puisqu'elles découlent de la politique de financement de l'entreprise et pas directement des investissements.

L'économie d'impôt liée à l'endettement dont bénéficient les actionnaires (effet de levier) est prise en compte dans le coût du capital que l'on dénommera k . Un investissement standard lancé à la date $t = 0$ et de durée T génère les flux de trésorerie suivants.

Date	Flux de trésorerie F_t
$t = 0$	$F_0 = - I_0$ (Investissement : constitution de stocks - du BFR-, acquisition de machines, ...)
$t = 1 \text{ à } T-1$	$F_t = [\text{Revenus-coûts}]_t - \tau [\text{Rev-coûts-dotation aux amortissements}]_t$ $= \text{EBITDA}_t (1 - \tau) + \tau \text{ dotation aux amortissements}_t$ (EBITDA _t : « Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortizations » à la date t et τ : taux de l'impôt sur les sociétés)
T	$F_T = \text{EBITDA}_T (1 - \tau) + \tau \text{ dotation aux amortissements}_T + \text{cession nette}_T$

NB : l'EBITDA ou EBE représente les flux de trésorerie disponibles pour les bailleurs de fonds avant impôts. L'EBIT est le flux de trésorerie moins la dotation aux amortissements (DA) et représente le profit comptable ou économique :

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{DA} \text{ et donc } \text{EBITDA}(1-\tau) + \text{DA} = \text{EBIT} (1-\tau) + \text{DA}$$

La valeur nette présente se calcule alors de la manière suivante :

$$\text{VAN (investissement)} : \underbrace{\sum_{t=1}^T F_t / (1+k)^t}_{\text{valeur actualisée des flux futurs}} - \underbrace{I_0}_{\text{investissement initial}}$$

où k , le taux d'actualisation qui convient représente le coût moyen pondéré du capital.

Le « coût du capital », quand l'entreprise est en « rythme de croisière » peut être calculé de la façon suivante :

$$k = k_{fp} [Fp / (D+Fp)] + k_d(1-\tau)[D/(D+Fp)]$$

où : k_d est le taux de rentabilité exigé par les créanciers sur la dette D (taux sans risque ou ajusté pour le risque en cas de possibilité de défaillance), multiplié par $(1-\tau)$ pour tenir compte de l'économie d'impôt liée à l'endettement.

k_{fp} est le taux de rentabilité minimum des fonds propres (Fp) exigé par les actionnaires qui tient compte :

- du risque de l'activité ;
- du niveau de l'endettement.

D'après le MEDAF, la rentabilité attendue d'un titre risqué doit prendre en compte la prime de risque liée au marché qui ne disparaît pas dans un portefeuille diversifié :

$$k_{fp} = R_f + \beta[R_m - R_f]$$

où : R_f représente le taux sans risque (bons du Trésor par exemple)

R_m représente la rentabilité moyenne du marché (CAC40 par exemple)

β (Bêta) représente la covariance entre le titre et le marché rapportée à la variance du marché (ce coefficient augmente d'ailleurs avec l'endettement)

Équivalence entre VAN et création de richesse pour les actionnaires

L'équivalence se démontre à partir de l'identité entre les sources de fonds et leurs utilisations au cours de chaque période t :

Sources de fonds :

$$\Delta Fp_t \text{ (variation des fonds propres)} + \Delta D_t \text{ (variation de l'endettement)} + (\text{Revenus-coûts})_t + \text{Cessions nettes}_t$$

Emplois des fonds :

Investissement_t + Dividendes_t + Intérêts versés_t + τ (Revenus_t - Coûts_t - Dotations aux amortissements_t - Intérêts versés_t)

L'égalité entre les sources de fonds et leurs emplois permet d'écrire :

$$\underbrace{(\text{Dividendes}_t - \Delta Fp_t)}_{F_t^A : \text{flux aux actionnaires en } t} + \underbrace{(\text{Intérêts versés}_t - \Delta D_t)}_{F_t^C : \text{flux aux créanciers en } t} =$$

$$- \underbrace{\text{Investissement}_t + (\text{Revenus}_t - \text{Coûts}_t)(1 - \tau) + \tau \text{ Dotations aux amortissements}_t + \text{Cesn}_t}_{F_t : \text{flux pris en compte pour l'actualisation en } t}$$

F_t : flux pris en compte pour l'actualisation en t

$$\tau \text{ Intérêts versés}_t$$

Economie d'impôt en t

4

Dans le cas où tout est certain et en l'absence d'impôt sur les sociétés, le taux d'actualisation pour l'ensemble des flux futurs n'est autre que le taux sans risque R_f et on obtient :

$$F_0^A + \underbrace{\sum_{t=1}^{\infty} F_t^A / (1+R_f)^t}_{\text{Mise de fonds initiale des actionnaires}} + F_0^C + \underbrace{\sum_{t=1}^{\infty} F_t^C / (1+R_f)^t}_{\text{Inves- tissement initial}} = F_t^0 + \underbrace{\sum_{t=1}^{\infty} F_t / (1+R_f)^t}_{\text{flux de trésore- rie actualisés au coût du capital}}$$

Création de valeur (MVA) ou *shareholder value* VAN

Si la dette est émise à sa valeur de marché, alors :

$$F_t^0 + \sum_{t=1}^{\infty} F_t^C / (1+R_f)^t = 0$$

et la VAN représente bien la création de richesse pour les actionnaires.

Ce résultat peut être généralisé aux situations risquées avec impôt sur les sociétés.

Dans ce cas, on peut montrer qu'en « rythme de croisière » (taux d'endettement constant) :

$$\begin{array}{ccccccc}
 F_0^A & + & \sum_{t=1}^{\infty} F_t^A / (1+k_{fp})^t & = & F_0 & + & \sum_{t=1}^{\infty} F_t / (1+k)^t \\
 \text{Mise de fonds} & & \text{Flux qui leur reviennent} & & \text{investissement} & & \text{flux de trésorerie} \\
 \text{initiale des} & & \text{chaque année actualisés} & & \text{initial} & & \text{actualisés au coût} \\
 \text{actionnaires} & & \text{au coût des fonds propres (V}_A\text{)} & & & & \text{du capital (V)} \\
 \hline
 \text{Création de valeur (MVA)} & & & = & & & \text{VAN} \\
 \text{ou } \textit{shareholder value} & & & & & &
 \end{array}$$

où k est calculé comme indiqué plus haut (et prend en compte l'effet de levier) et la dette émise à sa valeur de marché. V_A et V représentent respectivement la valeur de marché des actions et de l'entreprise.

Lien explicite entre VAN, valeur actualisée des EVA et MVA

D'après les relations précédentes, les flux F_t pris en compte pour le calcul de la VAN sont :

$$\begin{aligned}
 F_t &= -I_t + \text{Cesn}_t + \text{EBITDA}_t(1-\tau) + \tau \text{DA}_t \\
 &= -I_t + \underbrace{\text{Cesn}_t + \text{DA}_t + \text{EBIT}_t(1-\tau)}_{-\Delta K_t}
 \end{aligned}$$

5

$$[I] \quad F_t = -(K_t - K_{t-1}) + \text{EBIT}_t(1-\tau)$$

où $(K_t - K_{t-1})$ ou ΔK_t représente la variation de la valeur comptable des actifs en t

Soit V_0 la valeur de marché de l'entreprise aujourd'hui (K_0 désignant la valeur comptable des actifs) qui est la valeur actualisée des flux de trésorerie au coût du capital (cf supra) :

$$[II] \quad V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} F_t / (1+k)^t = \sum_{t=1}^{\infty} [\Delta K_t + \text{EBIT}_t(1-\tau)] / (1+k)^t$$

$$[III] \quad \text{De même } V_1 = \sum_{t=2}^{\infty} [\Delta K_t + \text{EBIT}_t(1-\tau)] / (1+k)^t$$

En substituant [III] dans [II] on obtient donc $V_0 = [V_1 + F_1] / (1+k)$

Appelons GW_0 (*goodwill*) la différence entre la valeur de marché V_0 et la valeur comptable K_0 des actifs en $t = 0$: $GW_0 = V_0 - K_0$

$$\begin{aligned}
 \text{Alors } (1+k)GW_0 &= V_1 + F_1 - K_0(1+k) \\
 &= V_1 + [-(K_1 - K_0) + EBIT_1(1-\tau)] - K_0(1+k) \\
 &= \underbrace{(V_1 - K_1)}_{GW_1} + \underbrace{(EBIT_1(1-\tau) - kK_0)}_{EVA_1}
 \end{aligned}$$

où EVA désigne la différence entre les flux économiques générés et la rémunération « normale » du capital au coût k .

$$\text{Donc } GW_0 = [GW_1 + EVA_1] / (1+k) = [1 / (1+k)] \{ [GW_2 + EVA_2] / (1+k) + EVA_1 \}$$

Finalement, par récurrence

$$[IV] GW_0 = \sum_{t=1}^{\infty} EVA_t / (1+k)^t = MVA_0$$

L'augmentation de richesse des actionnaires est donc mesurée de façon équivalente par la MVA (valeur actualisée des EVA) et la VAN.

Intérêts et limites de l'EVA

6

Les développements précédents font apparaître les principaux apports et limites de l'EVA :

- l'EVA mesure de la création de valeur sur la période considérée (pas visible avec la VAN) ;
- cette mesure annuelle est possible à des niveaux décentralisés, ce qui facilite l'introduction de modes de rémunération incitatifs ;
- cependant, plus statique que la VAN, l'EVA incite à une vision à plus court terme et moins risquée, éventuellement aux dépens de la rentabilité (objectif EVA positive tous les ans et en premier lieu aujourd'hui, ce qui n'incite pas aux investissements lourds et à la prise de risque nécessaire dans la vie des entreprises).

Par ailleurs, il convient de rappeler que l'utilisation de l'EVA pour mesurer l'augmentation de richesse des actionnaires suppose, comme la VAN calculée avec comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital, une entreprise en « rythme de croisière », elle n'est donc pas adaptée aux autres situations :

- entreprises nouvelles (*start-ups*) pour lesquelles il n'y a pas d'historique, et pour lesquelles l'utilisation du coût moyen pondéré du capital n'est pas du tout adaptée ;
- fusions-acquisitions qui entraînent une rupture dans la vie des entreprises (du moins faut-il faire des ajustements importants car le risque « économique » est modifié, la structure de financement également...).

ATTENTES DES ACTIONNAIRES ET CONSEQUENCES « SOCIALES »

Comme on l'a déjà souligné, le développement simultané des principes de *Corporate Governance* et des notions d'EVA - MVA a conduit de nombreuses entreprises à adopter un des indicateurs de création de valeur - ils sont en pratique très proches - pour les actionnaires. Cette évolution est-elle positive, ou au contraire est-elle source de problèmes nouveaux comme l'ont suggéré différents auteurs ?

En particulier, l'attention portée quasi-exclusivement aux actionnaires est-elle justifiée ? L'utilisation de ces indicateurs est-elle source d'inefficacités économiques ?

Maximisation des profits et du bien-être social

Pour l'économiste, l'intérêt des actionnaires « purs investisseurs » n'est *a priori* pas choquant car il correspond à la maximisation des profits dans l'intérêt général quand « les marchés fonctionnent bien » ; en particulier, la théorie économique montre que la poursuite de cet objectif conduit à maximiser la richesse globale quand tous les facteurs de production sont rémunérés à leur coût d'opportunité. En revanche, il est souhaitable que l'État intervienne dans les cas de dysfonctionnement des marchés où le coût d'opportunité des facteurs n'est pas pris en considération ; par exemple, une industrie polluante doit être taxée afin que le coût infligé aux autres soit pris en compte. En général, les échecs de marché qui induisent une non prise en compte du coût d'opportunité (positions dominantes, ententes, rendements d'échelle croissants) nécessitent une intervention au coup par coup de l'État. D'un autre côté, on peut se demander pourquoi tous les facteurs seraient rémunérés à leur coût d'opportunité, alors que le capital apporté par les actionnaires serait rémunéré *au minimum* au coût des fonds propres, son coût d'opportunité. Un premier élément de réponse est la fiscalité qui permet de rendre plus équitable la distribution de la richesse. Par ailleurs, la prise en compte d'un objectif alternatif à la maximisation des profits ne conduirait plus à maximiser la richesse globale.

Un second argument, d'une autre nature, milite en faveur de la maximisation des profits : dans le cas où on prend en compte des intérêts plus larges, la multiplicité d'objectifs parfois contradictoires pose le problème de la priorité et laisse finalement une forte marge de manœuvre aux dirigeants qui peuvent en tirer un profit personnel.

Dans la partie précédente, on a montré que la mise en pratique de la maximisation des profits dans un cadre pluriannuel par le critère de la VAN correspond exactement à la maximisation de la richesse des actionnaires (*shareholder value* ou MVA - *Market Value Added* ou encore

valeur actualisée des EVA - *Economic Value Added*). La prise en compte généralisée de ce critère paraît donc souhaitable.

Attentes et intérêts des actionnaires

Certains auteurs, comme Frédéric Lordon, mentionnent l'exigence de l'actionnaire, « jouissant de son pouvoir de *propriétaire* » qui, « au travers de l'EVA, bénéficie également de toutes les garanties des *créanciers* ». L'auteur avance également que « le propriétaire émarge deux fois à la valeur ajoutée, dont une à coup sûr » si l'EVA est positive.

L'argument de l'existence d'un double enrichissement pour les actionnaires - rémunération minimale au coût des fonds propres et création de valeur - me paraît critiquable. La rémunération au coût des fonds propres n'entraîne pas d'enrichissement, le lancement d'un investissement, dont la rentabilité serait exactement le coût du capital, n'aurait d'ailleurs aucune influence sur la valeur des actions et un effet négatif dans le cas d'une rentabilité inférieure au coût du capital. Seule la VAN positive crée de la richesse pour les actionnaires ; de la même façon, on ne considère pas un taux d'intérêt positif comme source d'enrichissement pour les créanciers, il s'agit d'une simple réallocation dans le temps, avec un taux plus élevé en moyenne s'agissant de flux plus risqués.

Par ailleurs, les créanciers restent prioritaires et rien ne garantit que l'EVA soit effectivement positive. J'irais même jusqu'à dire que ce n'est pas dans l'intérêt des actionnaires qu'elle le soit systématiquement : la responsabilité limitée est un actif pour les actionnaires, ils ont parfois intérêt au lancement de projets risqués qui, dans certains cas, ne leur rapporteront rien avec en contrepartie un enrichissement élevé dans d'autres cas. Si la mise en oeuvre du critère EVA conduit à lisser les profits revenant aux actionnaires, cela peut même aller à l'opposé de leurs propres intérêts. Le problème est alors plutôt celui de l'inefficience des marchés financiers : les prix ne reflètent pas toute l'information pertinente, et en particulier, l'existence probable de flux positifs éloignés dans le temps.

Je constate d'ailleurs que les exigences d'actionnaires, importants par le poids qu'ils représentent globalement et qui recherchent *a priori* la valorisation des fonds investis, comme les fonds de pension, portent plus sur le respect de règles de bonne conduite (pas de mesures anti-OPA, décroisement des participations, présence d'un minimum d'administrateurs indépendants) que sur les performances, même si les entreprises visées par leur activisme sont souvent moins rentables que d'autres entreprises du même secteur. On cite parfois une rentabilité minimale des fonds propres de 15 % exigée par les institutionnels anglo-saxons.



Pourtant, aucune des nombreuses études empiriques portant sur les modes d'activisme des fonds ne fait référence à une telle exigence ; l'absence de ce type de revendication est d'ailleurs confirmée par Bill Crist, le président de Calpers (conférence de l'APRI, Paris, le 8 mars 2001).

Recherche de création de valeur conduisant à des dysfonctionnements

Évidemment, dans le cas des « échecs de marché » mentionnés plus haut, la maximisation de la richesse des actionnaires peut avoir des effets néfastes pour certaines catégories d'individus. Pour l'illustrer, je prendrai deux exemples :

- L'endettement :

L'augmentation de la dette a un effet mécanique d'augmentation de la rentabilité des actions par le biais de l'économie d'impôt ; l'augmentation de richesse des actionnaires est alors compensée par une diminution des recettes fiscales et une baisse de la valeur de la dette (risque de défaillance plus élevé) au cas où l'augmentation de l'endettement n'aurait pas été anticipée par les créanciers. Évidemment, si cette stratégie d'augmentation du levier financier a un effet positif sur la rentabilité des actions, elle n'est en aucun cas la source de création de richesse et n'est donc pas souhaitable d'un point de vue social.

- La politique de croissance externe :

Les regroupements d'entreprises répondent dans une large mesure à des objectifs industriels : diminution des coûts de production grâce à l'acquisition d'une « taille critique » ou à une intégration verticale de la production, meilleure gestion de la cible dans le cas d'offres « disciplinaires », selon le terme employé dans la littérature économique. Toutefois, les fusions-acquisitions ont parfois pour objectif non annoncé l'acquisition d'une position dominante ; on sait que dans des secteurs plus oligopolistiques, l'exercice d'un pouvoir de marché (sans collusion) ou la collusion facilitée par le petit nombre d'entreprises présentes conduit à des prix plus élevés au détriment des consommateurs en particulier et de l'ensemble de la société (l'augmentation des profits des sociétés étant inférieure à la perte de bien-être des consommateurs).

On pourrait évidemment citer de nombreux autres cas (exercice d'un pouvoir de marché sur les facteurs de production qui ne seraient pas rémunérés à leur coût d'opportunité, détérioration de l'environnement liée à une limitation des coûts...). Ces problèmes ne sont évidemment pas nouveaux, mais risquent d'être aggravés dans le cadre d'une exi-



gence de création de valeur de la part des actionnaires. Toutefois, on peut citer *a contrario* des exemples de plus en plus nombreux de fonds prenant explicitement en compte ces critères dans leur choix de portefeuille (fonds éthiques, fonds socialement responsables qui écartent des entreprises polluantes ou traitant de manière jugée inadaptée leurs salariés) « internalisant » en partie ces « externalités » négatives.