

## EVA® : 7 - ROCE : 0

### Félix BOGLIOLO \*

Non, cette chronique n'est pas partielle ! Elle vulgarise ce que n'importe quel bon livre de Finance de n'importe quelle bonne université enseigne depuis plusieurs décennies. La question est tellement tranchée du point de vue académique que l'on se demande bien comment elle peut encore se poser dans les affaires. Pourquoi défendrais-je une mauvaise cause ?

D'abord, un détail linguistique : ROCE se prononce 'are, oh, ci, hi' en raison de son origine anglaise (*Return On Capital Employed*). La prononciation à l'italienne 'rotché' est donc à proscrire. Il existe d'autres concepts proches, tel le ROI *return on investment*. Je parlerai donc de 'rendement'.

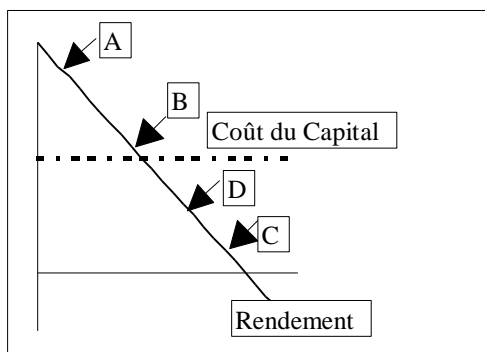
Ensuite, j'utiliserai le terme 'profit économique' (*residual income*) au lieu de la marque déposée EVA® (passée dans la langue courante comme Frigidaire® pour réfrigérateur ou Bottin® pour annuaire). Sa définition a deux expressions : a) le surcroît (*spread*) du rendement opérationnel (résultat opérationnel rapporté aux capitaux employés) au-delà du coût du capital, appliqué à ces capitaux ; b) le résidu après déduction du résultat opérationnel de la charge d'utilisation des capitaux employés (coût du capital x capitaux employés). Certains retraitements peuvent être nécessaires pour passer de la vision comptable à une vision plus économique de l'entreprise.

1. Quelle est celle de ces deux mesures de performance qui décrit le mieux la création de valeur ? Tous les tests statistiques réalisés par une multitude de sources (notamment les grandes banques d'affaires de Wall Street) l'indiquent. La corrélation avec la valeur est bien supérieure dans le cas du profit économique que pour un rendement. Le  $R^a$  (coefficient indiquant la force d'une corrélation ; plus il est proche de 1, meilleure est la corrélation) est au minimum de 0,5 et assez couramment de 0,7-0,8 dans le cas du profit économique. Pour le rendement, il culmine à 0,4 et assez couramment il n'est que de 0,3. Donc la gestion d'une entreprise avec le profit économique mènera plus probablement à une meilleure création de richesse qu'une gestion avec un rendement. En effet, le profit économique incorpore plus d'informations qu'un rendement : ensemble des capitaux employés et non seulement une partie selon le rendement, améliorations apportées par des retraitements économiques, et surtout inclusion systématique de la référence au coût du capital.

2. Laquelle permet de calculer la valeur créée par les stratégies choisies ? L'actualisation des profits économiques est mathématiquement équivalente à celle des cash-flows dont on sait qu'elle est la seule règle valable d'évaluation des investissements (Cf. par exemple Brealey and Myers ; *Principles of Corporate Finance* ; McGraw Hill ; édition de 1988 la première datant de 1981 ; Part One et notamment pages 77 à 85).

3. Quelle mesure de performance permet de juger du passé et de choisir des stratégies ? Seul le profit économique permet d'atteindre ces deux objectifs ! Puis-je dire que l'entreprise A est meilleure que B parce que leur rendement respectif (passé ou futur) est 18% et 13% (mêmes capitaux employés de 1000 F) ? On n'a pas de 'référentiel' pour ces performances. Car si on a implicitement ou explicitement un taux de référence, on n'est plus dans une gestion pure de rendement mais bien dans une gestion qui se rapproche d'un profit économique. Le profit économique n'en a pas besoin puisqu'il incorpore le 'coût du capital' dans son calcul. Admettons que les coûts du capital respectifs soient 20% et 12% (une telle différence n'est pas exagérée). Parce que les profits économiques respectifs sont -20 et +10, je peux proclamer B meilleure que A.

4. La question de la référence explicite et systématique au coût du capital est primordiale. Si on ne se réfère pas au coût du capital, le dirigeant du projet A (Cf. graphique) n'aura aucune raison de réaliser le projet B qui baissera le rendement dont il est responsable : or ce projet B qui a un rendement supérieur à son coût du capital doit être réalisé puisqu'il génère un profit économique et qu'il est donc créateur de valeur. Réciproquement, le dirigeant du projet C trouvera toutes les (mauvaises !) raisons imaginables pour réaliser le projet D qui augmentera le rendement dont il est responsable : or ce projet D qui a un rendement inférieur à son coût du capital ne doit en aucun cas être réalisé puisqu'il génère une perte économique et qu'il est donc destructeur de valeur.



5. Ne pas connaître son coût du capital et ne pas se fixer comme unique règle de générer une performance au moins égale à celui-ci peut aboutir à des contresens économiques pour l'entreprise. En effet que penser de ces objectifs en termes de rendement affichés de plus en plus par certaines entreprises ? Soit ils sont inférieurs au coût du capital et l'épargne des investisseurs serait mieux investie ailleurs car cette entreprise détruit de la valeur et envisage de continuer à le faire sur toute sa période de planification. Soit ils sont supérieurs au coût du capital et l'épargne des investisseurs souffre d'un manque à gagner car cette entreprise ne saisit pas toutes ses opportunités de croissance.

6. Le simple bon sens suffit pour comprendre que les projets de type A (rendement très supérieur au coût du capital) sont, selon toute vraisemblance, peu nombreux et de petite taille. En revanche, les projets de type B (rendement marginalement supérieur au coût du capital) ont toute chance d'être beaucoup plus nombreux et leur taille beaucoup plus importante. Le slogan californien *small is beautiful* consubstantiel du *spread is best* n'est pas du goût des investisseurs. Ils n'ont pas cette conception malthusienne ou élitiste de l'entreprise, bien au contraire. Un rendement égal au coût du capital leur suffit amplement.

7. Le profit économique, calculé en francs, se prête bien à toutes sortes d'analyses. La somme des profits économiques de deux divisions donne le profit économique de l'ensemble. La somme des profits économiques annuels générés tout au long de la vie d'un projet donne le profit économique de ce projet. Le profit économique de 100 F généré par l'entreprise A crée plus de valeur que le profit économique de 25 F généré par l'entreprise B. Répartir un profit économique permet de mettre en place un système de rémunérations variables. Etc.. Faire le même type d'opérations avec un rendement oblige à passer par des calculs de moyennes géométriques de pourcentages ou d'indices. Or, ces calculs deviennent de plus en plus difficilement compréhensibles au fur et à mesure que l'on descend dans la hiérarchie d'une entreprise. Le concept de création de valeur n'a pourtant de chance d'être efficace que s'il est décentralisé au plus bas d'une organisation.