

La VÉA® : mythes et réalités

Alix Mandron

Depuis la parution dans *Fortune*, en septembre 1993, d'un article intitulé «The Real Key to Creating Wealth¹», la notoriété de la notion de valeur économique ajoutée n'a cessé de croître dans le milieu des affaires. L'article en question vantait les mérites d'une mesure de performance mise au point par la firme américaine Stern, Stewart & Co (ci-après S&S), à savoir la mesure EVA®, pour *Economic Value Added*, devenue en français VÉA®, pour valeur économique ajoutée. On ne compte plus les séminaires, conférences, tables-rondes et articles de magazines professionnels consacrés à cette mesure de performance, parfois décrite comme «révolutionnaire²». La réussite marketing de la VÉA® ne fait aucun doute. Mais qu'y-a-t-il réellement derrière cette «marque déposée»? Nous allons tenter de l'expliquer et de prendre du recul par rapport à tout le «battage publicitaire» qui entoure la VÉA®. Notre objectif est de démystifier la mesure et de permettre à tout responsable financier de déterminer ce qu'il veut en retenir. Nous proposerons également une mesure plus simple et plus exacte.

La VÉA® en bref

Trois principes de base

La VÉA®, telle que décrite dans *The Quest for Value: the Guide for Senior Managers*³, repose sur trois idées de base traduites dans une formule bien précise; c'est aussi le pivot d'un système de gestion financière intégré. Les trois principes de base sont les suivants :

– les gestionnaires devraient s'efforcer d'augmenter la richesse des actionnaires de leur entreprise; la logique du système économique le veut ainsi;

– le meilleur indicateur de la richesse, ce sont les flux de trésorerie disponibles pour les bailleurs de fonds, et non pas les profits comptables : bien qu'à long terme, il y ait cohérence entre les deux, seuls les premiers sont «dépendables» ou «consommables» à une date donnée, alors que les seconds ne sont que des «écritures»;

– une bonne mesure de performance doit intégrer un seuil de référence, car il n'est pas suffisant de gagner un rendement positif; il faut gagner le rendement requis par les actionnaires; il faut, de plus, récupérer le capital investi.

S&S proposent de mesurer «l'enrichissement» des actionnaires par les flux de trésorerie nets disponibles pour ces derniers une fois que tout a été payé, y compris le coût du capital. Pour une année donnée, la formule est la suivante⁴ :

<p>bénéfice net</p> <p>+ quelques dépenses sans sorties de fonds (ex. : les impôts reportés, mais pas l'amortissement)</p> <p>+ les intérêts nets d'impôt, les dividendes privilégiés et intérêts minoritaires</p> <p>+ la R&D</p> <p>= bénéfice d'exploitation ajusté (NOPAT⁵ dans le jargon de S&S)</p> <p>– (coût de capital pondéré x actifs nets ajustés)</p> <p>= VÉA®</p>

Des ajustements au bénéfice net et au bilan

Dans la formule de l'encadré, le premier ajustement au bénéfice net (ou, plus exactement, la première série d'ajustements⁶) répond à l'objectif de «mesurer ce qui compte vraiment, c'est-à-dire l'argent disponible». Traditionnellement, pour passer du bénéfice comptable (basé sur la comptabilité d'exercice) aux flux de trésorerie générés par les opérations, on annule les revenus et charges sans sorties de fonds. C'est ainsi que l'on dresse la première partie de l'état de l'évolution de la situation financière. Par exemple, on rajoute au bénéfice net la partie des impôts sur le revenu qui n'est pas exigible (les impôts «reportés»). En effet, les états financiers destinés aux actionnaires sont dressés suivant des principes comptables qui peuvent différer de ceux que l'on applique pour dresser les états financiers fiscaux. En particulier, l'amortissement comptable ne suit pas le même rythme que l'amortissement fiscal (même si les sommes simples des provisions comptables et des provisions fiscales qui seront prises à travers le temps sont égales). Les états financiers montrent donc une charge d'impôt «théorique» qui peut différer de la charge réelle pour une année donnée. Si l'on veut retrouver les véritables flux de trésorerie générés par les opérations, il faut corriger le bénéfice net pour ne tenir compte que des impôts effectivement exigibles.

L'autre correction majeure que l'on apporte de façon routinière au bénéfice

net, lorsque l'on recherche les véritables flux de trésorerie, c'est l'annulation des provisions pour amortissement / dépréciation. En effet, ces provisions permettent de diminuer l'impôt à payer mais, en elles-mêmes, elles ne représentent pas des sorties d'argent. Or, de façon surprenante, la formule de S&S ne prévoit pas d'ajustement au bénéfice net au titre de l'amortissement! Le principe de conversion des données comptables en flux de trésorerie subit donc une entorse majeure. S&S justifient cette entorse en soulignant que les flux de trésorerie doivent non seulement permettre de gagner un rendement sur l'investissement, mais aussi permettre de récupérer le capital investi. Ils considèrent donc l'amortissement comme la mesure du capital que l'on devrait récupérer chaque année. Nous verrons ci-dessous qu'il s'agit là d'un choix contestable. Notons simplement, pour le moment, qu'en raison du maintien des provisions pour amortissement, la VÉA® n'est pas vraiment mesurée en termes de flux de trésorerie, contrairement à ce qui est annoncé.

La deuxième série d'ajustements vise à centrer l'attention sur les opérations de l'entreprise, indépendamment de la manière dont elles sont financées. Ce n'est qu'au poste du coût pondéré du capital que l'on tiendra compte du financement. Quant au troisième ajustement, il reflète la conviction de S&S que les dépenses de recherche et développement sont plutôt des investissements que des dépenses comparables à l'achat de matières premières. Puisque les investissements ne sont pas déduits de l'état des résultats, la logique voudrait que l'on ne déduise pas non plus les dépenses de R&D, d'où la correction proposée.

La dernière étape de calcul de la VÉA® d'une période donnée, c'est la soustraction du coût pondéré du capital en dollars⁷. Ce montant s'obtient en multipliant le coût pondéré par la base d'actifs ajustée. Il faut ajuster la base d'actifs, ou de capital investi, car certains des ajustements au bénéfice net doivent être accompagnés d'ajustements parallèles dans le bilan si l'on veut préserver l'équilibre des comptes. Ainsi, tout comme l'on rajoute les impôts reportés au bénéfice net, on intègre les impôts reportés du bilan à l'avoir des actionnaires. Ou encore, si l'on rajoute les dépenses de R&D au bénéfice net, il faut rajouter les dépenses de R&D capitalisées à l'actif du bilan. Quant au coût du capital, c'est le

coût pondéré de l'ensemble des sources de fonds. Le troisième principe énoncé ci-dessus n'a donc pas été oublié : la mesure de performance intègre bien un double seuil de référence, à savoir le rendement requis sur le capital (le coût du capital) et la récupération du capital (approximation par l'amortissement).

Trois types d'applications

La VÉA® peut être calculée aussi bien sur des données passées, dûment observées, que sur des données prévisionnelles; on peut l'appliquer à des entreprises, à des divisions, à des activités. S&S en font le pivot d'un système de gestion intégré dans lequel l'évaluation de la performance, l'évaluation des projets d'investissement et la rémunération-incitation des dirigeants sont effectués en termes de valeur économique ajoutée, ou appuyés par cette dernière. L'application de la formule ci-dessus pour **mesurer la performance passée** n'est pas difficile à concevoir. On peut apprécier l'évolution de la VÉA® annuelle à travers le temps, on peut comparer la VÉA® observée à la VÉA® prévue, etc. Il vaut cependant la peine de s'attarder sur son utilisation en évaluation de projets d'investissement.

Pour **évaluer les projets d'investissement**, les manuels de gestion financière recommandent d'actualiser au coût du capital les flux de trésorerie espérés, d'en soustraire les investissements immédiats et, ainsi, d'obtenir la valeur actuelle nette ou VAN. S&S, quant à eux, recommandent d'abandonner la VAN car «*a far better approach exists*»⁸, à savoir la VÉA®. Pour un projet donné, il faut donc calculer des VÉA® prévisionnelles et ce sont ces VÉA® qu'il faut actualiser au coût du capital. Le résultat du calcul est la VMA® du projet, sa valeur marchande ajoutée (*Market Value Added* en anglais). Toujours d'après S&S, la VMA® devrait être égale à la VAN, mais serait plus utile que cette dernière : la série des VÉA® futures sur laquelle elle s'appuie pré-

sentait plus d'intérêt pour les actionnaires qu'une série de flux de trésorerie nets. Nous reviendrons sur ce point ci-dessous. D'après S&S, la «*mentalité*» VÉA® peut, et doit, imprégner toutes les décisions, de celles relatives à l'achat d'une entreprise, ou à l'installation d'une usine, à celles relatives aux politiques de stockage, par exemple. Il suffit que chaque décideur, à son niveau, ait connaissance du capital qu'il immobilise et du coût de ce dernier. Il peut alors évaluer ses options dans une perspective de VÉA®.

Finalement, S&S recommandent fortement d'appuyer le **système de compensation des dirigeants** sur la VÉA®. On s'assure ainsi d'une grande cohérence entre les objectifs à atteindre et les incitations mises en place pour les atteindre. Par ailleurs, on évite les effets pervers, à la fois de la compensation basée sur les budgets, et des négociations qui les entourent. On évite, de la même façon, les effets pervers de la compensation basée sur des mesures comptables, par exemple la tentation de radiations massives lors des mauvaises années, de manière à partir d'une base faible quand la conjoncture se redresse. Il ressort de toutes les présentations de S&S que c'est dans le système de compensation que l'on a le plus à gagner à implanter la VÉA®.

Avant de passer à l'application concrète du modèle de la VÉA®, il convient de s'attarder sur la philosophie sous-jacente au modèle et sur ses objectifs. C'est en effet sur ce plan que se trouvent ses forces. Nous verrons par la suite que les moyens précis recommandés nuisent quelque peu aux objectifs.

Les forces de la VÉA®

Les actionnaires comme point focal de la gestion

Les trois principes de base sont irréprochables, du moins à la lumière de la théorie financière comme des tendances de fond que l'on constate depuis quelques années. Ainsi, l'accent mis sur la création de valeur pour les actionnaires n'est que l'aboutissement logique d'une réflexion déjà amorcée il y a dix ans : en 1987, lors du congrès canadien de l'Institut des dirigeants financiers, M. Lahn, président du conseil de Canada Trustco Mortgage, disait «*virtually all [directors] now regard shareholders as their primary constituency*»⁹. Depuis, le débat s'est intensifié et une enquête sur la régie

L'AUTEURE

Alix Mandron est professeure à l'École des Hautes Études Commerciales de Montréal.

d'entreprise menée par la Financial Executives Research Foundation et publiée en 1994 révèle que «*the respondents agreed that the highest priority is placed on common stockholders*¹⁰». La plupart des intéressés s'empressent toujours de rappeler, par ailleurs, que travailler pour les propriétaires de l'entreprise, c'est-à-dire les actionnaires, ne signifie nullement exploiter les autres intervenants. Quoi qu'il en soit, et sans porter de jugement moral, notons que le premier principe de S&S est dans la ligne de la pensée financière contemporaine.

Un essai de mesure de la rentabilité à partir des flux de trésorerie

L'importance des flux de trésorerie fait aussi l'objet d'un accord très large. Si un article publié dans *Forbes* en avril 1985 et intitulé «Where's the cash?»¹¹ pouvait encore passer, à l'époque, pour avant-gardiste, tel n'est plus le cas aujourd'hui. Sa conclusion, à savoir «*Even the banks now realize it's cash flow that counts ... more than reported earnings*», a été adoptée par tous les analystes : rares sont les rapports de courtiers qui ne publient pas de «*cash-flow par action*» ou autres mesures apparentées. Que S&S essaient d'exprimer leur mesure de performance à partir de flux de trésorerie est certainement un pas dans la bonne direction. On verra ci-dessous qu'il reste un peu de chemin à parcourir.

Un double seuil de référence

L'intégration d'un seuil de référence dans un système intégré et cohérent représente probablement l'aspect le plus novateur de la formule de S&S. En soi, l'exigence de gagner le coût du capital n'est pas à strictement parler une idée neuve. Tous ceux qui évaluent les projets d'investissement en actualisant les flux espérés au coût du capital reconnaissent déjà cette exigence. La nouveauté concerne plutôt la mesure de performance *ex post*; la plupart du temps, cette dernière est mesurée en termes de rendement comptable ou autre mesure de type comptable; or, le rendement comptable n'a rien à voir avec le coût du capital et ne peut donc lui être comparé¹². Avec la VÉA® de S&S, la performance *ex post* est mesurée en référence directe au coût du capital.

En second lieu, notons que le seuil de référence inclus dans la VÉA® est double : non seulement il faut gagner un rendement satisfaisant sur le capital investi, mais encore il faut récupérer ce capital. La préoccupation de récupéra-

tion du capital se retrouve derrière une mesure comme le *pay back period*, ou délai de récupération. Cependant, cette mesure est tombée en relative désuétude depuis que les manuels en ont exposé les faiblesses. L'idée de récupération semble avoir été mise en veilleuse en même temps. La mesure de S&S offre l'avantage de la remettre de l'avant. Si nous estimons, comme nous l'avons énoncé ci-dessus, que la VÉA® mesure mal cette récupération, nous pensons toutefois que l'intuition était bonne et qu'il ne reste qu'à la traduire en termes plus exacts, ce que nous tenterons de faire dans une section ultérieure.

La recherche d'un système intégré et cohérent

Le fait que les divers aspects de la gestion financière se réfèrent à une mesure commune, la VÉA®, devrait permettre d'éviter certaines situations stressantes et démotivantes. Nous avons pu en observer qui étaient directement liées à l'usage de points de référence différents d'un sous-groupe à l'autre. Ainsi, dans une entreprise pancanadienne de grande taille pour laquelle nous avons eu l'occasion de travailler, un projet d'investissement évalué en actualisant les flux de trésorerie au coût du capital s'était avéré très rentable. Malgré tout, le projet avait été rejeté par la haute direction en raison de son effet prévisible sur les mesures de performance *ex-post*. Ces dernières, couchées en termes purement comptables, auraient subi une détérioration pendant quelques années à cause de l'application d'une règle comptable particulière dont l'effet aurait été négatif au début. Dans une entreprise dotée d'un système d'évaluation *ex ante* et *ex post* cohérent (c'est-à-dire se référant aux mêmes critères à toutes les étapes), la contradiction ne serait jamais apparue, pas plus que ses effets pervers (tentation de manipuler les chiffres à l'avenir, etc.). La cohérence permet par ailleurs de rationaliser et d'intégrer les systèmes d'information de l'entreprise. Malheureusement, telle que définie par S&S, la VÉA® laisse un acteur de côté, à savoir le trésorier. Nous reviendrons ci-dessous sur ce point.

La mise en pratique – un exemple de calcul

L'exemple dont les données de base se retrouvent dans le tableau 1 nous sera utile pour illustrer la mécanique de

calcul de la VÉA®. Il servira également de point de départ aux commentaires critiques offerts dans les sections ultérieures. Cet exemple est à la fois réaliste et simplifié : réaliste en ce qu'il considère un investissement étalé sur plus d'une période, des investissements amortissables et d'autres non amortissables (le terrain) et, finalement, un volume de ventes qui n'atteint son niveau de croisière qu'au bout de quelques années; simplifié en ce sens que, pour économiser l'espace, nous considérons que les seuls coûts sont des coûts d'achat de matières premières et que le fonds de roulement n'est composé que des stocks; il n'y a ni dépenses de R&D, ni loyers à payer, ni achalandage. Des hypothèses plus élaborées n'altéreraient pas nos conclusions fondamentales. Les calculs de base nécessaires à l'obtention de la VÉA® sont présentés dans l'annexe A. On notera, en raison de la simplicité relative du problème, que les seuls ajustements requis au bénéfice net pour obtenir la VÉA® sont la réintégration des impôts reportés, de même que celle des intérêts nets d'impôt. La base d'actifs ajustée inclut les immobilisations à long terme (dépréciées quand il le faut) et les stocks. L'absence de R&D dans cet exemple nous évite d'avoir à ajouter des dépenses de R&D capitalisées à la base d'actifs. Si l'on examine le problème du point de vue des sources de fonds, la base de capital investi inclut la dette à long terme et l'avoir des actionnaires ajusté pour les impôts reportés cumulés. C'est sur le total de la base ajustée, telle que calculée à la fin d'une période donnée, que le coût du capital en pourcentage est appliqué pour obtenir le coût du capital en dollars de la période suivante.

Le calcul des VÉA® annuelles est présenté dans la partie supérieure du tableau 2. En considérant l'exemple comme un exemple de projet d'investissement et les données de base comme des anticipations, on peut interpréter les VÉA® comme des VÉA® anticipées. Leur somme actualisée est donc égale à la VMA® du projet. Puisque la partie inférieure du tableau 2 retrace le calcul de la VAN traditionnelle à partir des flux de trésorerie, on est en mesure de constater deux choses intéressantes :

- comme S&S le laissent entendre, il y a égalité entre la VMA® et la VAN classique,
- mais les séries actualisées sont très différentes et ne peuvent recevoir la même

TABLEAU 1**Un exemple chiffré : données et hypothèses**

Horizon	2009
Investissement	terrain acheté à la fin de 1996 pour 200 000 \$ bâtiment et matériel achetés en 1996, 1997 et 1998 (1 200 000 \$, 530 000 \$, 800 000 \$), terrain revendu au coût en 2009, valeur de rebut nulle pour le bâti- ment et le matériel
Amortissement	comptable : linéaire, 10 ans fiscal : 20 % sur le solde dégressif
Taux d'imposition	45 %
Emprunt initial	20 % de l'investissement en terrain, bâtiment, matériel et stock de début (sans égard à la date d'acquisition effective), soit 551 833 \$
Date d'emprunt	1997
Fonds des actionnaires	1 429 167 \$ (en 1996)
Service de la dette	taux de coupon de 8 %, 10 remboursements égaux à partir de 1998
Taux d'endettement moyen	17,6 % (de 27,9 % en 1997 à 0 % en 2007)
Coût du capital-actions	14 %
Coût pondéré du capital	12,3 %
Stocks	matières premières : 8 % de la consommation prévue produits finis : 8 % des ventes prévues les stocks sont consommés ou vendus pendant la dernière année d'exploitation
Prix de vente	1,65 \$ l'unité en dollars de 1996; taux d'inflation supposé de 3 %
Quantités vendues	300 000 unités en 1997 à 800 000 en 1999; pas de croissance par la suite
Prix d'achat	1 \$ l'unité en dollars de 1996; taux d'inflation supposé de 3 %
Quantités achetées	l'unité par unité de produit fini
Gestion de la trésorerie	tous les flux de trésorerie résiduels sont transférés à la trésorerie centrale, si bien qu'aucune encaisse ne s'accumule dans l'unité

interprétation; nous reviendrons sur ce point ci-dessous (voir le mythe n° 2).

On pourrait tout aussi bien considérer le tableau 2 comme un tableau de réalisations et interpréter les VÉA® et les flux de trésorerie comme des performances. Dans ce cas, il n'y aurait pas lieu de calculer leur valeur actuelle, puisque la valeur actuelle n'a de sens que dans un cadre prévisionnel. Il faut noter, toutefois, que si l'on évaluait la performance d'une entreprise dans son ensemble, l'image serait un peu plus complexe. Tout

d'abord, en raison de la «permanence» de l'entreprise, on ne pourrait identifier de date terminale à laquelle les activités cessent de générer des flux. Ensuite, il faudrait tenir compte des réinvestissements de flux au sein de l'entreprise, réinvestissements dont l'effet est d'augmenter la base de capital investi. Pour les fins de la présente discussion, ces complications seraient peu utiles. L'exemple proposé suffit à l'analyse des mythes qui entourent la VÉA®.

Les mythes**Mythe n° 1 : une entreprise bien gérée aura en moyenne une VÉA® positive**

S&S eux-mêmes tendent à accréditer cette idée. Dans *The Quest for Value*, ils citent de bonnes entreprises, à VÉA® positives, et de mauvaises entreprises, à VÉA® négatives. En réalité, les VÉA® positives devraient représenter l'exception et l'on ne devrait pas s'attendre à ce qu'elles perdurent longtemps. La raison en est simple : comme on peut le vérifier en examinant la formule de l'encadré ci-contre, la VÉA® mesure ce que l'entreprise gagne au-delà du coût du capital. Or, par définition, le coût du capital est ce que les investisseurs exigent étant donné le risque encouru; c'est le rendement normal pour ce type de risque. La VÉA® est donc un surplus, un excédent, une aubaine. Dans les économies concurrentielles, dont l'économie canadienne fait partie, peu d'entreprises peuvent espérer une rentabilité «anormale» ou «excédentaire», à moins de bénéficier d'un avantage technologique particulier ou d'un savoir-faire inimitable. Les entreprises qui ne génèrent pas une VÉA® positive ne sont pas mal gérées ou non rentables pour autant. Pensons, par exemple, au domaine de la distribution alimentaire ou à l'industrie de la construction automobile : il est difficile d'imaginer, pour certaines entreprises de ces secteurs, un ou des avantages que la concurrence ne pourrait pas rapidement s'approprier. En moyenne, donc, et si elles sont bien gérées, elles devraient gagner leur coût du capital, sans plus. Celles qui seront mal gérées ne le gagneront pas et disparaîtront. Pour leur part, les investisseurs n'exigent pas de surplus «au-delà du rendement requis». S'ils l'exigeaient, le surplus ferait partie du rendement requis et... la VÉA® serait alors nulle. Une série de VÉA® positives ne peut signaler que deux choses : ou bien une situation de monopole plus ou moins temporaire (par exemple en haute technologie), ou bien une mauvaise estimation du coût du capital.

Si l'on s'attache maintenant, non plus à une entreprise dans son ensemble mais à une activité ou à un projet en particulier, on constate un phénomène intéressant : comme mis en évidence dans le tableau 2 et le schéma 1 (voir la série «VÉA®»), le profil temporel des VÉA® est bien loin de se situer uniformément dans les zones positives, même si le projet en question est un

TABLEAU 2
Un exemple chiffré : la VÉA®, la VMA® et les flux de trésorerie

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
VÉA® ET VMA®														
bénéfice net	0	45 791	113 341	161 113	175 752	190 835	206 378	222 397	238 909	255 930	273 481	357 577	405 274	0
+ intérêts nets d'impôt	0	0	24 281	21 853	19 425	16 996	14 568	12 140	9 712	7 284	4 856	2 428	0	0
+ impôts reportés	0	54 000	56 250	65 430	29 574	889	-22 059	-40 417	-55 104	-66 853	-76 252	-29 772	-11 937	96 250
= NOPAT*	0	99 791	193 872	248 395	224 750	208 721	198 888	194 120	193 517	196 362	202 084	330 234	393 337	96 250
actif net	1 429 167	1 914 228	2 577 905	2 328 850	2 079 906	1 831 075	1 582 361	1 333 767	1 085 297	836 953	588 740	453 133	200 000	0
coût du capital (\$)		175 788	235 450	317 082	286 449	255 828	225 222	194 630	164 053	133 491	102 945	72 415	55 735	24 600
VÉA®	0	-75 996	-41 578	-68 687	-61 698	-47 108	-26 334	-510	29 464	62 870	99 139	257 819	337 602	71 650
VMA® (@ 12,3%)	8 937													
FLUX DE TRÉSORERIE														
invest. en actifs à l.t.	-1 400 000	-530 000	-800 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	200 000
flux gén. par les op.**	-29 167	144 730	330 195	497 450	473 695	457 551	447 602	442 714	441 988	444 706	450 298	465 840	646 470	96 250
flux net (hors financement)	-1 429 167	-385 270	-469 805	497 450	473 695	457 551	447 602	442 714	441 988	444 706	450 298	465 840	646 470	296 250
VAN (@ 12,3 %)	8 937													

* NOPAT est l'abréviation de *Net Operating Profit After Taxes* (Stewart III, 1991).

** avant intérêts, mais net d'impôt et incluant les variations du fonds de roulement.

projet rentable (à VAN positive). En fait, tout projet requérant des investissements et une phase de mise en route générera une série de VÉA® négatives avant de générer des VÉA® positives. La phase négative peut être assez longue, du reste. On notera aussi que toute entreprise activement occupée pendant quelques années à investir pour profiter d'un avantage technologique, ou pour ne pas se faire dépasser, aura globalement une VÉA® négative pour assez longtemps. Pourtant, elle fait probablement ce que ses actionnaires souhaitent qu'elle fasse...

Quels problèmes y a-t-il à véhiculer le mythe de la VÉA® positive? On pourrait arguer qu'il est souhaitable de poser des défis aux gestionnaires, de façon à les inciter au dépassement. En leur fixant des objectifs de VÉA® positive, on se donnerait ainsi plus de chances d'atteindre une VÉA® nulle et d'éviter une VÉA® négative. L'argument est à double tranchant : il est démotivant de découvrir à la longue qu'une VÉA® positive, c'est mission impossible, ou presque. Face à cette constatation, la personne qui fixe les objectifs sera tentée de manipuler les chiffres (non pas dans une intention malhonnête, mais plutôt par souci pratique). Ainsi, elle pourra fixer un coût du capital artificiellement bas, garantissant à son subordonné une probabilité non nulle de VÉA® positive. Mais alors, que mesurera-t-on? Ou encore, et nous avons pu constater la pratique dans plusieurs entreprises, on soustraira les montants d'investissement de la base de capital, de façon à ne pas envoyer aux gestionnaires le message implicite suivant : n'investissez pas, c'est mauvais pour la VÉA®! La question se pose à nouveau : après ces manipulations, que mesure-t-on réellement?

Finalement, le mythe de la VÉA® positive crée un danger externe à l'entreprise. Devant la mystique grandissante entourant le modèle, les analystes se sont mis à calculer des VÉA® pour des séries d'entreprises et à les publier¹³. Jugées à l'aune du critère de VÉA® positive, bien des entreprises se voient cataloguées sous des rubriques peu flatteuses, alors qu'elles sont en fait correctement gérées. Il serait plus équitable de reconnaître que des VÉA® nulles sont «normales»; mieux encore, il faudrait reconnaître que des VÉA® négatives sont parfois saines (situations d'investissement) et que l'on ne peut juger qu'à travers le long terme. Les gestionnaires le savent, mais les observateurs externes n'ont pas toujours

les moyens requis pour relativiser les classements effectués sur des bases purement quantitatives.

Mythe n° 2 : la VÉA® mesure correctement la valeur ajoutée

Nous l'avons déjà signalé, elle mesure plutôt une valeur «excédentaire» ajoutée. La rémunération du capital fait partie de la valeur ajoutée telle que les économistes l'ont depuis longtemps définie. Il est clair que tout le rendement du capital est un ajout à la richesse. Tout ce que S&S font, c'est de diviser la rémunération du capital en rémunération normale et en rémunération excédentaire et de dire que seule la rémunération excédentaire est créatrice de richesse, ce qui est abusif. Cependant, la difficulté majeure ne se trouve pas sur le plan de la sémantique. Elle se trouve dans la formule de calcul.

Pour paraphraser B. Stewart, auteur de «EVA: Fact and Fantasy»¹⁴, une entreprise doit non seulement réaliser un rendement sur le capital investi par ses actionnaires, mais elle doit encore pouvoir restituer ce capital. En effet, on ne peut prétendre avoir réalisé un surplus tant que l'argent investi ne s'est pas «régénéré» et tant que l'on n'a pas gagné le rendement requis sur les sommes immobilisées. Un «bon père de famille» ne considérerait pas avoir réalisé une aubaine en achetant puis revendant un immeuble de rapport si les sommes reçues ne couvraient pas au moins, et la mise de fonds de départ et le rendement requis pour le risque assumé. Il en va de même pour les actionnaires d'une entreprise. Il s'ensuit que les VÉA positives ne devraient apparaître qu'en fin de parcours pour un projet donné, après récupération de **tout** l'argent investi. Or, le modèle de S&S permet d'obtenir des VÉA positives, donc de constater des excédents, alors que tout l'argent investi n'a pas été récupéré. Pour comprendre ce point, nous devons retourner à notre remarque de la première section : la VÉA® n'est pas mesurée en termes de flux de trésorerie, car S&S continuent à déduire l'amortissement, bien qu'il ne s'agisse pas d'une sortie d'argent. La raison qu'ils avancent est qu'il faut bien récupérer le capital; ils utilisent la provision pour amortissement comme cible de récupération du capital investi, ou comme approximation de cette récupération. Ce choix se heurte à un double problème.

D'abord, la pratique de l'amortissement comptable (linéaire la plupart du temps) n'a jamais eu pour objectif de

fixer un rythme de récupération idéal, mais seulement de répartir une dépense sur plusieurs exercices. La capacité de récupération de l'investissement dépend de la nature du projet, de la rapidité avec laquelle il peut générer des flux de trésorerie positifs. La provision pour amortissement n'est donc pas une mesure satisfaisante. Il n'existe aucune théorie, et pour cause, sur le «rythme de récupération requis». Tout ce que l'on peut donc faire, c'est constater si, oui ou non, les flux de trésorerie nets sont suffisants pour représenter un rendement sur le capital investi et une récupération de capital investi. Le deuxième problème, c'est que la mesure de S&S fait apparaître des «excédents» avant même que tout le capital ait été récupéré. En effet, il suffit que la provision pour amortissement ait été «gagnée», de même que le rendement requis, pour qu'un excédent soit enregistré, quel que soit le montant non encore amorti. Il y a là un risque de faux signal, une incitation au relâchement de l'effort : on ne devrait pas s'estimer «tranquille» tant que tout n'a pas été récupéré.

Un modèle de rechange

Pour remédier aux deux difficultés soulignées ci-dessus, nous proposons une solution de rechange à la mesure de S&S, la VÉA-E\$. Le E signale tout simplement qu'il s'agit d'une VÉA «excédentaire»; le signe \$ indique que la mesure est véritablement basée sur les flux de trésorerie. En effet, elle a pour point de départ les flux générés par les opérations (état de l'évolution de la situation financière), après variations du fonds de roulement hors caisse (elles sont liées aux opérations). On examine ensuite si ces flux sont suffisants pour couvrir le rendement requis sur le capital investi au début de la période. Si c'est non, la VÉA-E\$ est négative (du montant «en souffrance») car le rendement n'a pas été gagné. Si c'est oui, la VÉA-E\$ est nulle tant que tout le capital n'a pas été récupéré. Toute différence positive entre les flux de trésorerie générés et les fonds nécessaires pour servir le rendement requis représente une récupération de capital et vient diminuer la base de capital investi. L'exemple du tableau 2 est repris au tableau 3 pour illustrer l'application de la méthode. On notera que la «récupération» de capital est notionnelle : le projet régénère les fonds investis, mais le capital n'est pas nécessairement distribué; il peut être réinvesti, en tout ou en partie, ailleurs dans l'entreprise. Par ailleurs, on pourra

constater une récupération de capital projet par projet, ou activité par activité, mais ce sera plus rare au niveau d'une entreprise dans son ensemble : la pratique de l'autofinancement tend à faire augmenter la base de capital investi d'une année sur l'autre; au niveau agrégé on ne constatera donc pas, ou rarement, de «récupération», encore moins de VÉA-E\$ positive.

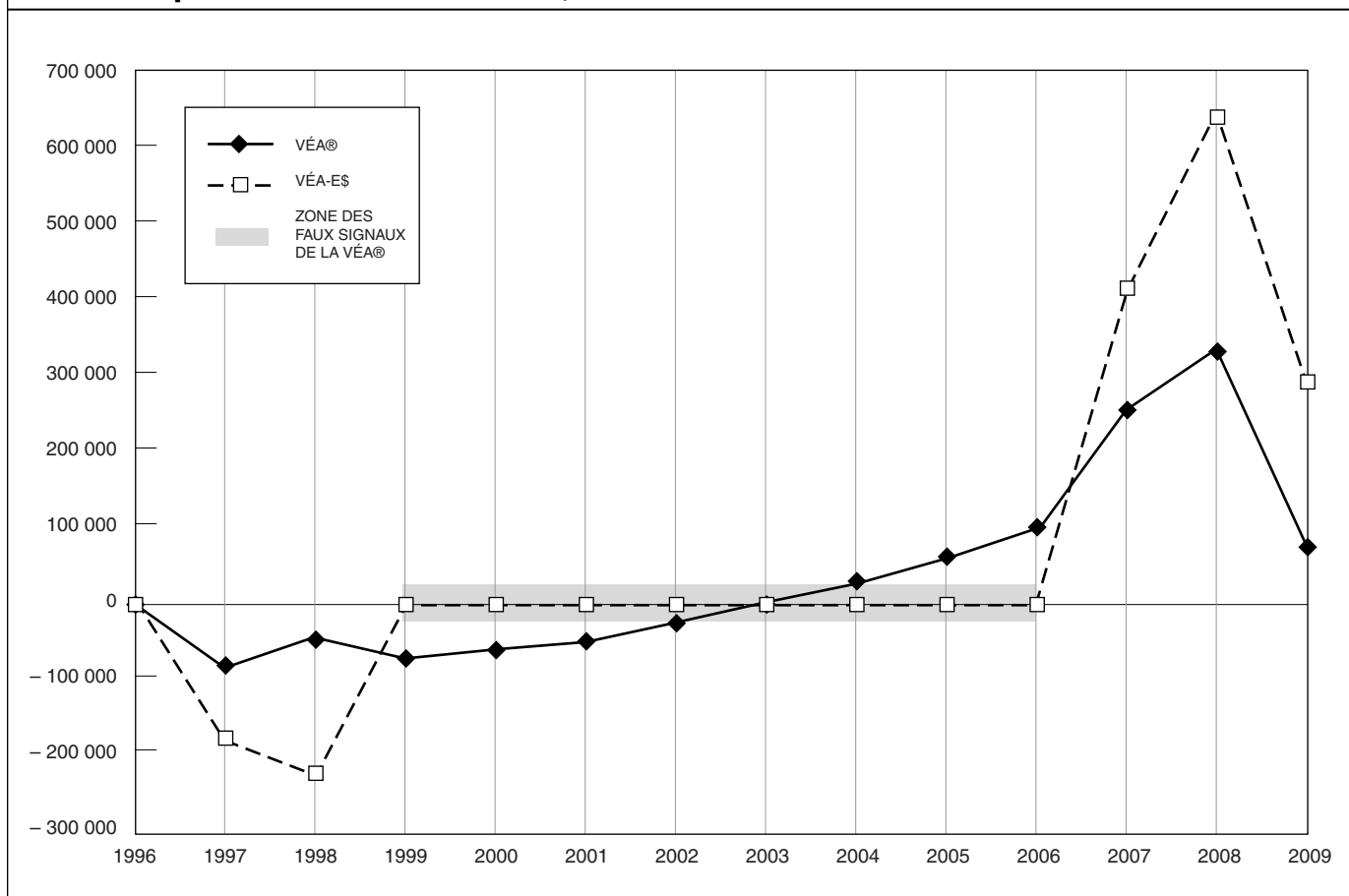
La comparaison des tableaux 2 et 3 permet de constater que, pour une évaluation de projet, les deux formules donnent la même réponse synthétique (la même valeur actualisée), mais à partir de montants annuels différents. Si l'on prend le point de vue de l'évaluation de performance *ex post* (pas d'actualisation, chiffres annuels), on s'aperçoit toutefois que les messages diffèrent. La VÉA® peut donner un signal négatif alors que l'on a gagné le coût du capital et commencé à récupérer ledit capital! C'est le cas de l'année 1999, par exemple. Inversement, elle peut donner un signal «d'aubaine gagnée» alors que l'on n'a pas encore récupéré tout le capital, comme en 2003. **La VÉA-E\$ ne donne pas ces faux signaux et n'incite ni au pessimisme excessif, ni à l'optimisme excessif.** Au chapitre de la rémunération-incitation des dirigeants, elle invite à reconnaître qu'une VÉA nulle n'est pas un mauvais signe; elle ne fait que signaler un rendement normal pour le risque encouru et une récupération partielle des fonds investis. À notre avis, il serait cependant préférable de ne pas formuler les plans de rémunération en termes de VÉA-E\$ (pas plus que de VÉA®!), et ce pour des raisons psychologiques : une VÉA nulle est «normale» et «bonne», mais il est plus stimulant de formuler des objectifs positifs. L'attention devrait se déplacer vers le rendement sur investissement et la récupération de l'investissement. On pourrait, à titre d'exemple, fixer comme objectif de base de gagner le coût du capital et calculer la prime sur le montant de capital «récupéré». Pour illustrer notre propos, dans le tableau 3, on s'attarderait à la ligne «récupération de capital notionnelle» (en italiques et en gras), plutôt qu'à la ligne VÉA-E\$.

Mythe n° 3 : le système VÉA® est un système bien intégré

Dans un système bien intégré, tous les partenaires peuvent travailler sans difficulté en se référant à un objectif commun, ici la VÉA®. Or, cette mesure n'étant pas vraiment calculée en termes

SCHÉMA 1

Profils temporels de la VÉA® et la VÉA-E\$



de flux de trésorerie, elle ne présente aucun intérêt pour le trésorier, comme nous avons pu le vérifier auprès de certains d'entre eux. Par exemple, lorsqu'il s'agit d'évaluer des projets d'investissement, ce qui préoccupe le trésorier, c'est non seulement de savoir si la proposition est globalement rentable (VAN ou VMA® positive ou nulle), mais encore de déterminer quand le projet sera consommateur net de fonds, quand il en sera producteur net. La planification financière en dépend. À cet égard, les VÉA® prévisionnelles n'apprennent rien. Ce sont les flux de trésorerie générés par les opérations que le trésorier cherchera à déterminer. La mesure VÉA-E\$, quant à elle, repose directement sur ces flux de trésorerie. Elle est donc reliée à ce qui préoccupe le trésorier, même s'il n'a pas besoin d'aller jusque là.

Mythe n° 4 : le «système» VÉA® est simple

S&S ne cachent nullement la nécessité de passer un certain temps à faire com-

prendre le concept de VÉA aux membres d'une organisation; ils en font même une source de revenus fort intéressante! Cependant, ce qu'ils soulignent rarement, ou très discrètement, c'est qu'il faut tenir une comptabilité parallèle, ce qui ne va pas sans coûts. Ainsi, il faut capitaliser les dépenses de R&D et les amortir par la suite, il faut ajuster le bénéfice net pour certains éléments et, dans certains cas, le bilan aussi. Ils ont répertorié jusqu'à 135 redressements possibles, même s'ils n'en retiennent souvent que 4 ou 5 principaux pour une entreprise donnée. Il faut aussi se rappeler qu'en période d'investissements importants, la VÉA® chute et que, pour ne pas démotiver les gestionnaires, on va temporairement retirer les investissements de la base de capital (voir le mythe n° 1). Tous ces éléments représentent clairement une comptabilité parallèle, ouverte aux décisions arbitraires (ex. : pour quelle durée va-t-on «ignorer» les investissements?), tout comme aux manipulations intéressées. Ces décisions

et manipulations produisent par ailleurs des VÉA® «maison», difficiles à comparer d'une entreprise à l'autre. Comparativement, la VÉA-E\$ est plus simple et plus universelle : elle ne demande aucune capitalisation, aucun amortissement, aucun report dans le temps des investissements effectués. Le seul «compte» additionnel à suivre, c'est celui des récupérations notionnelles de mises de fonds.

Conclusion

L'implantation d'un modèle de VÉA® dans l'entreprise peut avoir un effet mobilisateur important. D'une part, un tel modèle recentre la gestion sur un objectif clairement défini, à savoir la satisfaction des propriétaires; sans entamer de débat philosophique sur la finalité de l'entreprise, il faut reconnaître que si les propriétaires «n'y trouvent pas leur compte», l'entreprise et ses employés n'ont pas grand avenir. D'autre part, l'introduction de nouvelles idées, de

TABEAU 3
Un exemple chiffré : calcul de la VÉA-E\$

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
VÉA® ET VMA®														
EVA®	0	- 75 996	- 41 578	- 68 687	- 61 698	- 47 108	- 26 334	- 510	29 464	62 870	99 139	257 819	337 602	71 650
VMA (@ 12,3 %)	8 937													
LES FLUX DE TRÉSORERIE ET LA VÉA-E\$														
flux net	-1 429 167	- 385 270	- 469 805	497 450	473 695	457 551	447 602	442 714	441 988	444 706	450 298	465 840	646 470	296 250
VAN (@ 12,3 %)	8 937													
capital investi	1 429 167	1 429 167	1 814 437	2 284 241	2 067 753	1 848 392	1 618 193	1 369 629	1 095 379	788 123	440 356	44 222	0	0
en début de pér.														
rendement requis														
sur le cap.	175 788	223 176	280 962	227 352	254 334	227 352	199 038	168 464	134 732	96 939	54 164	5 439	0	0
gagné	280 962	254 334	227 352	199 038	168 464	134 732	96 939	54 164	5 439	0	0	0	0	0
non gagné	175 788	223 176	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
contributions														
de cap. addit.	385 270	469 805	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
récupération														
de cap. notionnelle	0	0	0	216 488	219 361	230 199	248 564	274 250	307 256	347 766	396 134	44 222	0	0
cap.(notionnel)														
en fin de pér.	1 429 167	1 814 437	2 284 241	2 067 753	1 848 392	1 618 193	1 369 629	1 095 379	788 123	440 356	44 222	0	0	0
VÉA-E\$	- 175 788	- 223 176	0	0	0	0	0	0	0	0	0	416 179	646 470	296 250
valeur actualisée (@ 12,3 %)	8 937													

nouvelles mesures de performance, quelquefois aussi de nouvelles façons de faire, peut susciter de l'enthousiasme et redonner vie à une entreprise léthargique. Toutefois, il faut prendre garde à ne pas s'exposer aux lendemains difficiles. À cet effet, il vaut mieux déplacer l'attention de l'impossible (les excédents répétés) vers le possible (gagner le coût du capital et, si possible, récupérer un peu de capital). Il est également préférable d'adopter la mesure de performance la plus simple possible et la moins susceptible d'être manipulée. Il n'y a rien de pire qu'un système dont on attendait trop et qui déçoit.

Notes

1. Voir Tully, 1993.
2. Ainsi, dans la brochure de la conférence organisée à Montréal le 30 avril 1997 par l'Institut international de recherche, on pouvait lire : «Ne manquez pas cet événement sur l'outil révolutionnaire qu'est la VÉA®.»
3. Voir Stewart, 1991.
4. Nous ne donnons ici qu'une formule générale qui véhicule l'esprit du concept popularisé par S&S. Chaque entreprise aura à développer sa propre formule pour tenir compte de sa propre réalité. Les ajustements au bénéfice comptable sont spécifiques à chaque cas particulier; ils obéissent toutefois aux principes présentés dans le corps du texte.
5. Pour «Net Operating Profit After Taxes».
6. Au total, S&S ont répertorié environ 125 ajustements possibles au bénéfice net. Lors de l'implantation du système dans une entreprise particulière, leurs représentants en retiennent de 5 à 15, suivant le cas.
7. Le coût du capital-actions et le coût de la dette, composantes du coût pondéré, sont des taux «de marché» appropriés au risque encouru par les pourvoyeurs de fonds. Nous ne pouvons entrer ici dans les détails des méthodes d'estimation disponibles.
8. Voir Stewart, 1991, p. 307.
9. Voir Lahn, 1987.
10. Voir Kensinger, 1994, p. 3.
11. Voir St Goar, 1985.
12. Ce point a été souvent discuté dans le cadre d'audiences tarifaires et a fait l'objet de publications dont l'une des plus connues est celle de Solomon et Laya (1967).
13. Voir, par exemple l'article de A. Lang paru dans le *Financial Post* du 22 juin 1996 et intitulé «Finding the True Wealth Creators».
14. Voir la page 79 de l'article écrit par Stewart en 1994.

Références

- Kensinger, J. W. et Martin, J. D., *New Realities for Stockholder-Management Relations*, Financial Executive Research Foundation (Morristown, NJ), FERF Executive Report, vol. 1, n° 3, mai 1994.
- Lahn, M. L., «The Changing Role of the Board of Directors», *Financial Executive Institute Canadian Area Conference*, Ontario, 5 juin 1987.
- Lang A., «Finding the True Wealth Creators», *The Financial Post*, 22 juin 1996.
- Solomon E. et Laya J., *Measurement of Company Profitability : Some Systematic Errors in the*

ANNEXE A

Un exemple chiffré : calculs de base

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
terrain	200 000	- 200 000												
bâtiment et matériel	1 200 000	530 000	800 000											
amortissement comptable	120 000	173 000	173 000	253 000	253 000	253 000	253 000	253 000	253 000	253 000	253 000	133 000	80 000	
actifs à long terme nets	1 400 000	2 437 000	2 437 000	2 184 000	1 931 000	1 678 000	1 425 000	1 172 000	919 000	666 000	413 000	280 000	200 000	0
amortissement fiscal	240 000	298 000	298 000	398 400	318 720	254 976	203 981	163 185	130 548	104 438	83 551	66 840	53 472	213 889
quantités vendues	300 000	600 000	600 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000
prix unitaire	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
stock de produits finis (\$)	51 400	70 452	72 425	72 425	74 453	76 538	78 681	80 884	83 148	85 477	87 870	90 330	93 333	0
quantités produites	350 000	616 667	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	733 333
stock de mat. premières (\$)	29 167	52 828	70 452	72 425	74 453	76 538	78 681	80 884	83 148	85 477	87 870	90 330	93 333	0
quantités achetées	29 167	372 222	631 944	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	794 444	672 222	1
prix d'achat unitaire	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
valeur des achats	29 167	382 644	667 829	869 099	893 434	918 450	944 167	970 603	997 780	1 025 718	1 054 438	1 076 435	936 333	
niveau d'endettement	551 833	496 650	441 467	386 283	331 100	275 917	220 733	165 550	110 367	55 183	0			
intérêts dûs	44 147	39 732	35 317	30 903	26 488	22 073	17 659	13 244	8 829	4 415				
État des résultats														
chiffre d'affaires	510 840	1 054 374	1 450 818	1 497 244	1 545 156	1 594 601	1 645 629	1 698 289	1 752 634	1 808 718	1 866 597	1 926 328		
coût des march. vendues	- 307 583	- 631 152	- 865 154	- 889 378	- 914 281	- 939 881	- 966 197	- 993 251	- 1 021 062	- 1 049 652	- 1 079 042	- 1 109 466		
intérêts	0	- 44 147	- 39 732	- 35 317	- 30 903	- 26 488	- 22 073	- 17 659	- 13 244	- 8 829	- 4 415	0		
amortissement	- 120 000	- 173 000	- 253 000	- 253 000	- 253 000	- 253 000	- 253 000	- 253 000	- 253 000	- 253 000	- 253 000	- 133 000	- 80 000	
impôt sur le revenu - courant	16 535	- 36 484	- 66 390	- 114 223	- 155 249	- 190 913	- 222 378	- 250 574	- 276 250	- 300 009	- 322 335	- 343 526	96 250	
impôt sur le revenu - reporté	- 54 000	- 56 250	- 65 430	- 29 574	- 889	22 059	40 417	55 104	66 853	76 252	29 772	11 937	- 96 250	
bénéfice net	45 791	113 341	161 113	175 752	190 835	206 378	222 397	238 909	255 930	273 481	357 577	405 274		
Bilan synthétique														
capital investi	1 429 167	1 914 228	2 577 905	2 328 850	2 079 906	1 831 075	1 582 361	1 333 767	1 085 297	836 953	588 740	453 133	200 000	0
(long et court t.)	1 429 167	1 308 394	1 971 005	1 711 703	1 488 368	1 293 832	1 122 360	969 366	831 183	704 875	588 097	537 446	296 250	0
avoir des actionnaires	0	54 000	110 250	175 680	205 254	206 143	184 085	143 668	88 564	21 711	- 54 541	- 84 313	- 96 250	0
impôts reportés cumulés														

Accounting Rate of Return, Financial Research and Management Decisions, A. Robychek, ed., Wiley, 1967.

Stewart III, G. B., *The Quest for Value: a Guide for Senior Managers*, Harper Business, 1991, 781 p.

Stewart III, G.B., «EVA: Fact and Fantasy», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, été 1994, p. 71-84.

St Goar, J., «Where's the Cash?», *Forbes*, 8 avril 1985.

Tully, S., «The Real Key to Creating Wealth», *Fortune*, 20 septembre, 1993.