

# Introduction

Face à l'activisme croissant des actionnaires, les entreprises se voient dans l'obligation d'optimiser en permanence la valeur de leurs titres. Dès lors, comment les dirigeants peuvent-ils évaluer les progrès effectivement réalisés par rapport aux objectifs de l'entreprise ?

La difficulté consiste notamment à définir une méthode d'évaluation qui permette d'apprécier la valeur créée pour les actionnaires. La méthode retenue doit également inciter les responsables à agir dans le meilleur intérêt de ces derniers. La plupart des entreprises ont répondu à cet impératif en alignant la rémunération des cadres supérieurs sur des indicateurs de performances financières tenant compte de la création de valeur pour les actionnaires.

A l'instar des autres indicateurs de performances, l'EVA (« Economic Value Added », ou valeur ajoutée économique) vise à apprécier la valeur créée pour les actionnaires tout en traduisant l'impact des actions des dirigeants.

L'EVA permet de repérer les branches qui gagnent vraiment de l'argent, ainsi le dirigeant pourra évaluer quels sont les investissements - voire les métiers ou les branches de son entreprise - qui génèrent de l'argent. Si son EVA est positive, c'est un bon manager, car il crée de la richesse. A l'inverse, si elle est négative, c'est qu'il détruit, en valeur, les capitaux que lui ont confiés ses actionnaires.

De nombreuses entreprises ont déjà adopté le concept de l'EVA. En effet, selon les créateurs du concept, Stern Stewart Management Services, plus de 200 entreprises à travers le monde les ont contactés en vue de son utilisation.

Pour mieux cerner le concept de la méthode EVA, le présent rapport se propose dans une première partie de présenter les fondements de cette méthode, de voir comment elle a pu se substituer à d'autres méthodes déjà utilisées pour mesurer la rentabilité des capitaux propres, et quels sont les retraitements nécessaires à son calcul pour passer d'une logique comptable à une logique économique.

Par la suite une deuxième partie sera consacrée à l'application de la méthode EVA au cas de la banque, et plus précisément à sa gestion interne. Enfin une troisième partie mettra l'action sur la relation existante entre la méthode EVA et la valeur actionnariale, et une étude sur un échantillon d'entreprises bancaires permettra de comprendre cette relation et ses limites.

# Plan

## ***Introduction***

### **I- Fondements de la méthode EVA**

1- Intérêt de la méthode EVA

2- Contenu de la méthode EVA

### **II- Application de la méthode EVA à la Banque**

1- Adaptation du concept EVA à la banque

2- Traduction de la méthode EVA dans la gestion interne de la banque

### **III- Utilisation de la méthode EVA pour l'évaluation boursière**

1- Lien théorique entre l'EVA et (MVA) Market Value Added

2- Limites de la méthode

## ***Conclusion***

## I- Les fondements de la méthode EVA

La méthode l'EVA (*Economic Value Added*) promue par le cabinet Stern, Stewart & Co s'est imposée à la fois comme la définition la plus riche analytiquement et finalement la plus représentative de la valeur. L'EVA vise à dénoncer l'incapacité du système d'information comptable standard à mettre en évidence les gains véritables des propriétaires de l'entreprise.

### 1- Intérêt de la méthode EVA

#### *La méthode EVA comme réponse aux limites des ratios financiers*

Partant du constat que le bénéfice net comptable passé et actuel ne peut être considéré comme un indicateur suffisant pour approcher la valeur d'une entreprise, parce qu'il est la résultante de données comptables non représentatives de la réalité économique et qu'il peut cacher une insuffisance d'investissements matériels ou immatériels générateurs de productivité, d'innovation et donc in fine de valeur, certains analystes et praticiens ont cherché à développer des méthodes palliant de telles défaillances.

L'objectif était de trouver des indicateurs pertinents, qui tiennent compte notamment du risque, de la croissance et de la pérennité des résultats et qui retraitent les données comptables non conformes à la réalité économique.

C'est ainsi que, dès les années 20, est apparu aux Etats-Unis l'idée de création de valeur. Cette notion a été conceptualisée par J. Stern et B. Stewart par la méthode EVA. L'EVA se définit de manière assez simple : il s'agit du résultat économique de l'entreprise après rémunération de l'ensemble des capitaux investis, endettement et fonds propres.

Cette méthode se veut avant tout être un moyen interne d'assistance aux décisions des dirigeants d'entreprise, mais peut également être utilisée par un membre externe comme une démarche d'évaluation globale d'une entreprise et un outil de mesure des performances de ses différentes activités.

En effet les financiers utilisent le ROE (Return on Equity) ou encore le rendement des capitaux propres comme indicateur qui mesure la façon dont efficacement une entreprise emploie ses actifs pour produire des revenus, dans le but d'attirer les investisseurs. Le ROE se définit de manière très simple :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Bénéfice net comptable}}{\text{Capitaux propres}}$$

Or, selon Stewart, ce critère de sélection n'est pas pertinent et doit être abandonné pour deux raisons principales : le critère du ROE peut être l'objet de distorsions économiques dues à l'application de règles exclusivement comptables, et il ne prend pas en compte la structure capitalistique de l'entreprise.

### **Le ROE ne rend pas compte de la réalité économique**

Beaucoup de dirigeants pensent que le marché exige des bénéfices, et les veut immédiatement, bien qu'il n'y ait pas la moindre preuve de cette présomption. C'est notamment le cas de plusieurs start-up informatiques qui, malgré des pertes annuelles, ont reçu la faveur des investisseurs. Or en réalité, le bénéfice comptable ou le bénéfice par action peut s'avérer un très mauvais indicateur de la capacité bénéficiaire réelle de l'entreprise car :

- il peut subir l'influence de pratiques ou politiques comptables appropriées destinées à favoriser une présentation avantageuse;
- il est affecté des éléments que les règles comptables ou la pratique des entreprises traitent comme des charges de période, alors qu'ils sont plus représentatifs d'un investissement dont la rentabilité future constitue l'enjeu majeur. Tel est le cas des frais de recherche et développement, par exemple, qui peuvent grever les résultats passés alors qu'ils sont destinés à contribuer à la valeur future de l'entreprise. C'est le cas également des opportunités d'acquisitions qui ne se réaliseraient pas sous le seul prétexte qu'une part importante d'amortissement du goodwill viendrait grever le résultat net comptable.

***L'EVA apparaît être une méthode plus fiable, au regard de la création de valeur, dans la mesure où le résultat économique va chercher à corriger la réglementation comptable afin de ne prendre en compte que la réalité économique.***

### Le RoE ne rend pas compte de la structure financière de l'entreprise

Un autre problème est que le ROE réagit aux changements de structure du capital (c'est-à-dire aux changements entre le niveau des fonds propres et des dettes) et au niveau du taux d'intérêt des dettes. Il est donc difficile de savoir si une hausse ou une baisse du ROE est due à un changement des taux d'intérêts ou à l'évolution des conditions d'exploitation.

En outre, avec le ROE comme seul standard, les organes dirigeants peuvent écarter un projet qui nécessiterait une augmentation des fonds propres, bien que créateur de valeur (en ce qu'ils génèrent un résultat économique supérieur au coût des capitaux qui ont dû être mobilisés pour le financement du projet).

L'EVA répond à ces deux critiques de manière assez immédiate.

Selon cette méthode, une fois le résultat économique et le coût total du capital (dettes et fonds propres) déterminés, quelque soit le résultat net comptable, il y aura création de valeur si l'EVA est positive. Au contraire, il y aura destruction de valeur si l'EVA est négative.

#### ➤ L'EVA augmentera

- si le résultat économique augmente sans utiliser de capitaux supplémentaires ;
- si le capital est investi dans des projets qui rapportent plus d'argent que le coût total du capital ;
- si les activités qui n'ont pas une rentabilité suffisante (par rapport au coût moyen pondéré du capital) sont cédées.

#### ➤ L'EVA diminuera

si les investissements se font sur des projets qui rapportent moins que le coût du capital ou si les dirigeants laissent passer des projets dont les gains potentiels sont supérieurs au coût du capital (il s'agit dans ce dernier cas d'un manque à gagner).

Selon Stewart, le principal mérite de la méthode de l'EVA est d'être la seule mesure de performance qui conduit directement à la valeur marchande intrinsèque d'une entreprise. L'actualisation de l'EVA générée par un projet isolé, par exemple, donnera automatiquement sa valeur actuelle nette.

La nécessité de retraiter les données comptables pour ne pas s'éloigner de la réalité économique n'est pas une démarche nouvelle. Ce retraitement des données comptables se retrouve notamment à travers la notion de cash-flow qui est précisément partiellement remise en cause par la méthode de l'EVA (dans la mesure où l'EVA comptabilise les dotations et reprises sur amortissement et provisions d'exploitation à la différence du cash-flow qui élimine les comptes qui ne sont pas des comptes de flux).

Après avoir examiné ces constats théoriques, permettant de mieux comprendre la philosophie de l'EVA, il faut maintenant examiner le concept en lui-même.

## 2- Contenu de la méthode EVA

Comme cela a été dit auparavant, l'EVA est la différence entre le résultat économique et le coût du capital investi :

$$\mathbf{EVA = \text{résultat économique} - \text{coût du capital investi} \text{ (dettes et fonds propres)}}$$

Il convient donc de diviser l'étude de l'EVA en deux parties en reprenant les deux termes de cette différence : **Le résultat économique (section I)** et

**Le coût du capital (section II)**

Nous illustrerons l'exposé de cette méthode par un exemple simple

### Section I : Le résultat économique

Le résultat économique peut être assimilé au "Net Operating Profit After Taxes" corrigé (NOPAT) dont font état les concepteurs de l'EVA. Adapté au cadre comptable français, il s'agit du résultat d'exploitation net d'impôt et d'amortissement et provisions d'exploitations, mais avant frais financiers, ces derniers étant appréciés dans le coût des capitaux investis.

Afin de coller à la réalité économique, le résultat d'exploitation nécessite des retraitements. Deux grands types de retraitement peuvent être distingués :

**(a) ceux permettant de passer d'une logique comptable à une logique économique**

**(b) ceux destinés à corriger les distorsions liées à la fiscalité différée**

### **(a) Passer d'une logique comptable à une logique économique**

Préalablement, il convient de distinguer la notion de cash-flows et la notion de résultat économique.

Le cash-flow se définit comme étant le flux de trésorerie généré par un investissement.

Dans une telle perspective, le cash-flow sera déterminé en ne retenant pour son calcul, que les comptes de flux. Ainsi, si le cash-flow est déterminé à partir du résultat net, on aura :

**Cash-flow = résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions**

La notion de résultat économique ne se confond pas avec le flux de trésorerie généré par un amortissement dans la mesure où toutes les dotations aux amortissements et aux provisions ne sont pas ajoutées au résultat net.

Si l'on part du résultat net comptable, ne seront pas ajoutées pour les besoins du calcul du résultat économique les dotations aux amortissements et aux provisions sur immobilisations qui se déprécient avec le temps et/ou l'usage. Ce sera plus particulièrement le cas des immobilisations corporelles comme du matériel informatique ou des machines.

En revanche, seront ajoutés au résultat net :

### **1) Les dotations aux provisions qui ont un caractère de réserve ou anticipant des charges futures.**

En effet, concernant les provisions à caractère de réserve, elles peuvent être considérées comme du résultat "mis de côté".

Ces provisions sont : les provisions pour litige, pour garanties données aux clients, pour créances douteuses, pour dépréciation des stocks.

Concernant les dotations aux provisions anticipant des charges futures, elles doivent être également ajoutées au résultat net, dans la mesure où l'EVA est une méthode de mesure de performance périodique, et qu'elle appréhende donc le résultat économique d'une entreprise pour une période donnée et donc ne tient pas compte d'événements postérieurs à cette période. Ces provisions anticipant des charges futures sont : les provisions pour impôts, les provisions pour grosses réparations, les provisions pour charges sociales et fiscales sur congés à payer.

### **2) Les dotations à amortissement des survaleurs (ou goodwill).**

Pour bien comprendre la logique de la méthode EVA, il est nécessaire de rappeler la définition du goodwill.

Une entreprise peut avoir une valeur supérieure à son actif net comptable corrigé.

Le fait que l'entreprise vaille plus que la somme des éléments qui la compose est dû à différents facteurs comme par exemple le savoir-faire, l'image de marque, la clientèle ...

Chacun de ses facteurs est difficile à évaluer en soit.

Par contre, chacun amène une valeur supplémentaire à l'entreprise de telle sorte que l'on peut écrire l'égalité suivante :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{actif net comptable} + \text{goodwill}$$

Il est à noter que la valeur d'une entreprise peut être inférieure à son actif net comptable corrigé, auquel cas on parlera de badwill

(badwill = valeur de l'entreprise - actif net comptable avec actif net comptable > valeur de l'entreprise).

En cas d'achat d'une entreprise par une autre entreprise, les montants de goodwill apparaîtront au bilan de la société acquéreuse sous le compte d'écart d'acquisition ;

- soit à l'actif s'il s'agit d'un goodwill (écart d'acquisition positif),
- soit au passif s'il s'agit d'un badwill (ce qui est beaucoup plus rare en pratique).

Les écarts d'acquisitions positifs vont faire l'objet d'un amortissement sur une durée ne dépassant pas 40 ans.

Comptablement, cette dotation à l'amortissement du goodwill va venir diminuer le résultat net.

Pourtant, d'un point de vue économique, il ne s'agit pas d'une dépréciation, mais au contraire d'un supplément de valeur. Il convient dès lors d'ajouter au résultat net comptable les dotations aux amortissements de survaleurs.

### **3) Les dotations à l'amortissement des biens immatériels comme les frais de recherche et développement, pour les mêmes raisons que celles évoquées pour le goodwill.**

Les amortissements cumulés des frais de recherche et développement, de la même façon que le goodwill et suivant le même raisonnement, seront capitalisées.

#### **(b) Les corrections relatives à la fiscalité différée**

L'EVA, en tant que méthode de mesure périodique de création de valeur ne tient pas compte des distorsions liées aux effets de calendrier de manière à imputer rigoureusement les dépenses sur la période analysée.

C'est la raison pour laquelle les amortissements pour impôts différés doivent être réintégrés dans le calcul du résultat économique.

En résumé, le résultat économique est donc déterminé de la manière suivante :

Résultat économique =
-----------------------

résultat net d'exploitation (*)
- impôt sur le résultat d'exploitation
+ dotations aux provisions ayant le caractère de réserve ou anticipant des charges futures
+ dotations à l'amortissement du goodwill
+ dotations à l'amortissement des frais de recherche et développement
+ dotations à l'amortissement de la fiscalité différée

***(\*) Le résultat net d'exploitation est le résultat net des dotations et reprises sur amortissements et provisions d'exploitation.***

Il convient de noter que le résultat économique peut se déterminer également à partir du résultat net, auquel cas il convient d'éliminer :

- le résultat financier car le résultat économique est déterminé avant frais financiers qui sont appréhendés dans le coût des capitaux investis,
- le résultat exceptionnel dans la mesure où le résultat économique est un résultat récurrent,
- la participation des salariés
- l'impôt sur les bénéfices globaux de l'entreprise étant donné qu'il ne s'applique pour la détermination du résultat économique que sur le résultat d'exploitation.

Bien entendu, il faudra également appliquer les retraitements mentionnés ci-dessus.

Dans une telle hypothèse, on a :

Résultat net
--------------

+ IS
+ participation des salariés
± résultat exceptionnel (+ s'il s'agit d'une perte et - s'il s'agit d'un gain)
± résultat financier
= résultat d'exploitation
- IS sur résultat d'exploitation
+ dotations aux provisions ayant le caractère de réserve ou anticipant des charges futures
+ dotations à l'amortissement du goodwill
+ dotations à l'amortissement des frais de recherche et développement
+ dotations à l'amortissement de la fiscalité différée

## Section II : La détermination du coût des capitaux investis

Les capitaux investis comprennent à la fois l'endettement de nature financière (*par opposition aux dettes d'exploitation*) et les fonds propres comptables retraités suivant les mêmes modalités que le résultat économique.

Ainsi, le coût des capitaux investis est égal au coût moyen pondéré de chacune de ses composantes.

Soit : K le montant des capitaux propres dont le coût est t

D le montant des dettes dont le coût est i après impôt

Le coût du capital  $t_c$  est donné par la relation :

$$t_c = \frac{Kt}{K + D} + \frac{Di}{K + D}$$

Le coût de la dette,  $i$ , est le  $\frac{Di}{K + D}$  des charges d'intérêts sur le montant totale des dettes financières inscrites au bilan. Ainsi on aura :

**i = charges d'intérêts après impôt**  
**Montant total des dettes financières inscrites au bilan**

Pour un actionnaire, une entreprise ne crée de la valeur que si le rendement que lui assure son action (soit en dividende soit en plus value), est supérieur à celui qu'il peut espérer attendre du marché en général.

Ainsi, le coût des fonds propres peut s'analyser comme une exigence de rentabilité minimum des actionnaires qui, si cette condition n'est pas satisfaite se désengageront.

Ce rendement attendu par les actionnaires peut être évalué principalement de deux manières

- soit par référence au taux des emprunts sans risques (OAT) majoré d'une prime de risque spécifique à l'entreprise;
- soit sur la base du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) qui mesure statistiquement le degré de volatilité de la valeur de l'entreprise par rapport à la volatilité d'ensemble du marché, et calcule une prime de risque sur le titre de l'entreprise. Selon ce modèle, la rentabilité requise  $E(R_p)$  des actionnaires qui investissent dans le portefeuille P est donnée par la relation suivante :

$$E(R_p) = R_f + \beta (E(RM) - R_f)^1$$

avec :

- R<sub>F</sub>** = rentabilité de l'actif sans risque
- E(RM)** = est l'espérance de la rentabilité du marché
- β** = représente le risque systématique du marché
- (E(RM) - R<sub>F</sub>)** représente la prime de risque du marché

## Exemple

Soit une société X dont les documents comptables nous sont fournis :

<sup>1</sup>

## Bilan

Actif	Brut	A & P	Net	Passif	Net
Capital non appelé	-	-	-	<b>Capitaux propres</b>	
<b>Immob. incorporelles</b>				Capital	20 000
frais de R & D	600	550	50	prime d'émission	1 000
fonds commercial	6 000	-	6 000		
<b>Immob corporelles</b>					
Terrains	12 000	-	12 000	réserve légale	890
Constructions	39 000	12 200	26 800	autres réserves	3 910
ITMOI	88 000	44 300	43 700	résultat	2 000
<b>Immob. financières</b>				subvent° d'invest.	160
Titres de participation	5 000	300	4 700		
Prêts	500	-	500	<b>Provis° pr R &amp; C</b>	8 000
<b>Actif circulant</b>					
Stocks	14 000	4 000	10 000		
Créances d'exploitation	37 000	3 000	34 000	<b>dettes financières</b>	44 000
Créances diverses	500	-	500		
VMP	420	20	400		
Disponibilités	10	-	10	<b>dettes d'exploitat.</b>	31 000
Goodwill	240	40	200	<b>dettes diverses</b>	27900
<b>TOTAL</b>	<b>203270</b>	<b>64370</b>	<b>138860</b>	<b>TOTAL</b>	<b>138860</b>

## Compte de résultat

Achats	78 000	Ventes	192 000
Variation de stocks	- 3 000		
autres charges externes	14 000	Production immobilisée	1 500
impôts, taxes et vers. assimilés	900	Reprises	1 400

charges de personnel	76 800		
DAP (1)	21 330	Intérêts et produits assimilés	500
Intérêts et charges assimilés	5 200	Produits cess° éléments actif	1 300
valeur compt. des éléments d'actif cédés	500	quote-part	subv.
participation des salariés	240	Investissement	virée au
IS	770	résultat	40
Résultat de l'exercice	2 000		
	196 740		196740

(1) dont frais de recherche et développement 150 et 40 pour le goodwill

dont provision pour litige 200,

pour garantie donnée au client 300,

pour créances douteuses 3 000,

pour dépréciation des stocks 2 000

### a) Détermination du résultat économique

Résultat net	2 000
+ IS	770
+ participation des salariés	240
± résultat exceptionnel (1 300 - 500 = 800)	- 800
± résultat financier (500 - 5 200 = - 4 700)	4 700
= résultat d'exploitation	6910
- IS sur résultat d'exploitation	- 2 303
+ dotations aux provisions ayant le caractère de réserve ou anticipant des charges futures ( 200 + 300 + 3 000 + 2 000 = 5 500)	5 500
+ dotations à l'amortissement du goodwill	40
+ dotations à l'amortissement des frais de R & D	150
+ dotations à l'amortissement de la fiscalité différée	-
<b>RESULTAT ECONOMIQUE</b>	<b>10 197</b>

### b) Les capitaux investis

Capitaux propres	27 960
Amortissements cumulés du goodwill	40
Amortissements cumulés des frais de recherche et développement	550

dette financière	44 000
<b>TOTAL CAPITAUX INVESTIS</b>	<b>72 550</b>

### c) Détermination du coût du capital

Le coût du capital est la moyenne pondérée du coût des fonds propres et de la dette.

Le coût brut de la dette,  $t_i$ , sera déterminée en rapportant le montant total des intérêts financiers au montant de la dette :

$$t_i = 5200 / 44\ 000 = 11.82\ \% \text{ soit après impôt } 11.82\ \% * (2/3) = 7.88\ \%$$

Les investisseurs exigent une rentabilité sur fonds propres  $t_f$  de 15% après impôt.

Le coût du capital  $t_c$  est donc égale à :

$$(28\ 550 / 72\ 550) * 15\ \% + (44\ 000 / 72\ 550) * 7.88\ \% = 10.68\ \%$$

### d) Calcul de l'EVA

Résultat économique (RE)	10 197
capital investi (CAP)	72 550
Rentabilité économique (RE / CAP) (r)	14,20 %
cout du capital (c)	10.68 %
<b>EVA = (r - c) CAP</b>	<b>2555.93</b>

### Une autre approche de la méthode EVA

*Une autre approche de l'EVA consiste à se placer dans l'optique financière. A ce moment là, les capitaux propres remplacent les capitaux investis, le coût des fonds propres se substitue au coût du capital. L'EVA se calcule comme la différence entre la rentabilité financière ( $roe_i$ ) et le coût des fonds propres (ou la rentabilité exigée par l'actionnaire notée  $k_e$ ) à laquelle on multiplie le montant des capitaux propres ( $CP_i$ ). Le taux*

*d'actualisation pour calculer la MVA ou la valeur stratégique est la rentabilité exigée par l'actionnaire.*

*EVA se calcule comme la différence entre la rentabilité prévue et la rentabilité exigée par l'actionnaire:*

$$\mathbf{EVA = (roe_t - ke_t) \times CP_t}$$

*Avec*

*roe<sub>t</sub> : la rentabilité financière (résultat net comptable / fonds propres) ou encore le return on equity.*

*k<sub>et</sub> : la rentabilité exigée par l'actionnaire*

*CP<sub>t</sub> : les capitaux propres*

Après avoir examiné en détail la méthode EVA pour les entreprises industrielles et commerciales, en essayant d'avoir bien compris la logique des différents retraitements, il est maintenant possible d'examiner son application au secteur bancaire.

## **II- Application de la méthode EVA à la Banque**

Cette nouvelle méthode d'analyse financière fondée sur l'EVA a été développée initialement aux Etats-Unis pour les entreprises industrielles et commerciales. Très largement répandue outre-Atlantique, l'approche EVA est devenue un nouveau thème de communication financière utilisée par quelques grands groupes industriels français (notamment Vivendi, Lafarge, Rhône-Poulenc). Le magazine l'Expansion publie un classement des 200 entreprises

françaises cotées sur le critère de l'EVA, mais jusqu'à présent les établissements bancaires ont été exclus de ce classement.

Cette discrétion des établissements bancaires sur le thème de l'EVA n'est probablement pas due à un refus de communiquer mais peut s'expliquer par l'absence de méthodologies totalement stabilisées en la matière, contrairement à ce qui existe pour les entreprises industrielles et commerciales.

Pourtant, depuis quelques années, l'utilisation de la méthode EVA se développe chez les analystes financiers ou les gestionnaires de fonds pour évaluer les performances des établissements bancaires. Cependant, ces analyses ont surtout concerné jusqu'ici les banques américaines.

En raison de la spécificité de l'activité bancaire, et plus exactement de la composition des actifs bancaires gérés qui sont quasi-exclusivement financiers, la transposition de la méthode EVA à ce secteur nécessite des adaptations **(1)**.

Une fois ces adaptations définies, l' EVA pourra être utilisée au sein des banques comme une méthode d'analyse et d'assistance interne de gestion **(2)**.

## **1- Adaptation du concept EVA à la banque**

Cette adaptation concerne les deux variables clés de l'EVA c'est-à-dire le résultat économique (Section I) et le coût des capitaux investis (Section II).

### **Section I : Le résultat économique**

Entre les activités industrielles et commerciales, les différences de traitement majeures dans la détermination du résultat économique concernent d'une part

- la prise en compte du résultat financier **(a)**,
- la prise en compte de certaines dotations et reprises sur provisions **(b)**
- des profits ou pertes latentes sur portefeuille de placement **(c)**.

## **(a) L'incorporation du résultat financier dans le résultat économique bancaire**

Le résultat financier est la résultante des produits et charges financiers.

Pour les entreprises industrielles et commerciales, le résultat économique n'inclut pas le résultat financier pour deux raisons :

- d'une part les produits générés par les actifs financiers ne sont pas des produits récurrents et sont hors de l'activité principale des entreprises industrielles et commerciales. Or le résultat économique est le résultat de l'activité principale de l'entreprise;
- 'autre part, les charges financières sont incluses dans le coût des capitaux investis et ne doivent donc pas être comptabilisées une seconde fois dans le résultat économique, ce qui aurait comme conséquence de minorer injustement le résultat économique de l'entreprise étudiée.

L'activité bancaire est de ce point de vue totalement différente car la marge d'intérêt est la principale composante du "chiffre d'affaires" bancaire, c'est-à-dire le produit net bancaire. Or le produit net bancaire inclut l'ensemble des produits et des charges, par nature financières, puisqu'une grande partie du capital utilisé par les banques est de la dette. C'est la raison pour laquelle le résultat économique d'une banque comprendra "les frais financiers".

## **(b) Le traitement des dotations et reprises sur provisions**

Si l'intégration au résultat économique des dotations aux fonds pour risques bancaires généraux et celles concernant les provisions réglementées apparaît certaine **b.1** , tel n'est pas le cas des dotations aux autres provisions pour risques et charges **b.2** .

### **b.1 L'intégration des dotations aux fonds pour risques bancaires généraux et provisions réglementées :**

Le fonds pour risques bancaires généraux (F.R.B.G.) couvre des risques potentiels permanents inhérents à l'activité bancaire elle-même. Ces fonds ne doivent pas avoir été constitués en vue de faire face à des charges diverses ou à des risques probables ou clairement identifiés. En pratique, ce poste est destiné notamment à recevoir la partie des provisions pour risques pays permettant d'assurer une couverture des encours correspondants supérieure à 50%.

Ces caractéristiques spécifiques, qui rendent le FRBG très proche des réserves, permettent de l'inclure dans le résultat économique. Ces dotations et reprises correspondent le plus souvent à une pré affectation du résultat.

Tel est le cas également des provisions réglementées.

Les provisions réglementées sont celles qui ont été dotées en application des textes législatifs ou réglementaires, et tout particulièrement en matière fiscale. En effet, l'administration fiscale ne permet la déductibilité de certaines charges que si elles sont effectivement constatées dans les écritures de l'exercice. Pour les banques, il s'agit également de la provision pour crédits à moyen et long terme.

Ces provisions représentent en fait l'équivalent de réserves non libérées d'impôts. Il s'agit donc également ici d'une pré affectation du résultat. Elles doivent donc être comptabilisées dans le résultat économique.

### **b.2 Traitement des dotations aux autres provisions pour risques et charges :**

Les provisions pour risques et charges sont destinées à couvrir des risques et charges que des événements survenus ou en cours rendent probables, nettement précisés quant à leur objet, mais dont la réalisation est incertaine. On y trouve notamment les provisions générales à caractère prudentiel - risques pays.

Ces provisions suscitent des interrogations dans la mesure où elles peuvent couvrir des charges futures, qui ne naîtront pas pendant la période d'étude. Or, il faut rappeler que l'EVA est une méthode de mesure périodique de la création (ou destruction) de valeur. Dès lors, ces provisions, censées couvrir des risques futurs, viennent grever le résultat net. Il convient donc de les réintégrer dans le résultat économique.

### **(c) La prise en compte du résultat latent sur le portefeuille de placement**

L'EVA en tant qu'instrument de mesure périodique évalue, sur la période considérée, tant le résultat courant réalisé que le "résultat courant potentiel". Or certaines moins ou plus-values latentes font partie de ce "résultat courant potentiel".

Tel est le cas des plus ou moins-values latentes sur portefeuille de placement. Le résultat net sur titres de placement est compris dans le PNB, qui lui-même traduit l'activité courante de la banque. Il est donc logique de réintégrer les plus ou moins-values latentes sur titres de placement qui n'ont pas été comptabilisées dans le PNB dans la mesure où ce dernier ne tient compte que des produits et charges réalisées (et non pas latentes).

Selon le règlement 90-01, les TIAP sont des titres détenus sur une longue période dans la seule intention d'en retirer à plus ou moins longue échéance une rentabilité satisfaisante.

Il semble donc préférable de ne pas tenir compte de ces plus ou moins-values latentes dans la mesure où la cession de ces titres peut être analysée (en raison de leur caractère quasi-permanents) comme du résultat exceptionnel (au même titre qu'une cession d'une immobilisation quelconque).

Etant donné que le résultat économique d'une banque comprend les "frais financiers", il sera équivalent au résultat net sur lequel seront pratiqués les retraitements ci-dessus examinés dans la présente section, ainsi que tous les autres retraitements évoqués dans la section II du précédent chapitre pour les entreprises industrielles et commerciales, qui restent valables pour la banque.

En résumé, le résultat économique bancaire pourra être déterminé de la manière suivant

**Résultat économique =**

Résultat net

Élimination du résultat exceptionnel :

- produits exceptionnels
- + charges exceptionnelles

Retraitements comptables bancaires :

- + dotations aux provision pour fonds pour risques bancaires généraux
- reprises sur provisions pour fonds pour risques bancaires généraux
- + dotations aux provisions réglementées
- reprises sur provisions réglementées
- + dotations aux provisions pour risques et charges
- reprises sur provisions pour risques et charges
- + profits latents sur portefeuille de placement
- pertes latentes sur portefeuille de placement
- impôt sur plus-values latentes
- + économie d'impôt sur moins-values latentes

Retraitements communs avec les entreprises industrielles et commerciales :

- + dotations à l'amortissement de l'impôt différé
- + dotations aux amortissements du goodwill

Après avoir examiné la composition du résultat économique, il convient maintenant d'étudier la seconde composante de l'EVA : le coût des capitaux investis

## **Section II : La détermination du coût des capitaux investis**

Pour calculer le coût des capitaux investis, il suffit de déterminer ce

- coût en pourcentage **(a)**,
- ainsi que le montant des capitaux investis **(b)**.

**(a) En matière bancaire, le coût des capitaux investis est le coût des fonds propres durs**

Dans la banque, deux grands types de fonds propres peuvent être distingués :

- les fonds propres durs ou fonds propres « Tier 1 » qui comprennent les actions, les primes de fusion ou d'émission, le fonds pour risques bancaires généraux ...
- les fonds propres complémentaires qui comprennent, entre autres les titres subordonnés à durée indéterminée, les obligations subordonnées convertibles en actions...

A la différence des entreprises industrielles et commerciales, le coût du capital investi n'est pas ici le coût moyen pondéré du capital (entre les dettes et fonds propres), mais uniquement le coût des fonds propres durs.

Cette différence notable s'explique simplement par le fait que le coût de la dette a déjà été comptabilisé dans le résultat économique, et que le coût des fonds propres Tier 2 est compris dans le coût de la dette. Il serait donc injuste de soustraire une seconde fois les frais financiers du résultat économique.

Le coût des capitaux propres est, comme cela a été dit dans le chapitre 1, une exigence de rentabilité des différents investisseurs. Des doutes peuvent être émis quant à savoir si ces exigences sont arbitraires ou s'appuient sur des données rationnelles.

Dans un contexte de compétition intersectorielle, où les investisseurs ont un grand choix entre les différentes branches de l'économie, il serait possible de déterminer le coût des fonds propres bancaires en utilisant le modèle du MEDAF, en comparant la volatilité d'une valeur bancaire donnée par rapport à la volatilité du marché en général. Cependant, sans faire de calcul, on s'aperçoit rapidement que sur le marché français pour les trois derniers exercices où

l'indice CAC 40 a affiché des performances annuelles approchant les 30%, l'application d'une telle méthode donnerait des résultats absurdes. L'hypothèse d'un modèle rationnel tel que celui du MEDAF semble donc a priori à écarter.

L'exigence consensuelle de rentabilité des investisseurs semble donc à retenir pour déterminer le coût des fonds propres. Cette exigence est très élevée puisqu'elle est actuellement de 15% après impôt (mais ce taux n'a pas été toujours aussi élevé).

De prime abord, cette exigence peut apparaître exorbitante. En effet, si l'OAT à 10 ans est pris comme l'actif sans risque de base, cela établit la prime de risque à 10% aujourd'hui. Il est vrai que ces dernières années on a assisté à une baisse conséquente des taux OAT, augmentant par la même la prime de risque. Cependant, ce haut niveau de rentabilité requise peut s'expliquer par deux principaux facteurs :

- d'une part, les investisseurs sont conscients que si le taux de l'argent baisse, le coût de la dette baisse et augmente, à niveau de prix des prestations bancaires à peu près constants, la capacité bénéficiaire des banques;
- d'autre part, l'activité bancaire est une activité par nature risquée : outre le risque de crédit, une banque est exposée au risque de liquidité, au risque des taux, au risque de change, et au risque d'insolvabilité et au risque pays. Ces risques sont d'autant plus difficiles à maîtriser qu'ils se sont accrus ces dernières années du fait de la volatilité des conjonctures nationales ou internationales.

Cette notion de risque conduit à s'interroger sur la signification des capitaux investis en matière bancaire.

### ***(b) Notion de capital investi en matière bancaire***

A la différence du secteur industriel et commercial, la principale contrainte des banques n'est pas de financer leur exploitation mais de disposer d'un niveau suffisant de fonds propres pour absorber des pertes potentielles.

En effet, la quasi-totalité des actifs et passifs des banques sont de nature financières et donc porteurs de risques. C'est la raison pour laquelle la Communauté européenne a établi des règles prudentielles de solvabilité (Ratio de Solvabilité Européen<sup>2</sup>) en exigeant que soit établi un lien entre les risques encourus par les banques et le montant de leur fonds propres.

Il est donc nécessaire de reprendre la distinction établie par la Commission bancaire<sup>3</sup> entre le "capital historique" qui correspond aux sommes investies dans l'entreprise dans le passé, et le "capital économique", qui est un concept "probabiliste" et qui est le capital minimum nécessaire pour couvrir le montant de la valeur de marché susceptible d'être perdue en cas d'événement adverse.

Il convient de noter à cet égard que les ratios établis par la réglementation prudentielle ne sont que des ratios qui n'apprécient le risque que de manière grossière et approximative. Les banques ont donc développé des méthodes d'allocation des fonds propres beaucoup plus fines parmi lesquelles on peut citer la méthode RAROC ou la méthode dite des scénarios. Pour l'utilisation de la méthode EVA, il convient donc de se baser sur le niveau des fonds propres déterminés selon ces méthodes pour mesurer à la fois la rentabilité économique et le coût du capital économique.

Ainsi, l'EVA apparaît être, de prime abord, un instrument relativement simple de mesure de la performance des entreprises. Mais il requiert de nombreux retraitements comptables, tout particulièrement pour les banques.

L'EVA a été avant tout destinée à être appliquée aux entreprises industrielles et commerciales. Par conséquent, l'application de cette méthode aux banques nécessite des adaptations pour deux raisons :

---

<sup>2</sup><sup>3</sup>

- D'une part, à cause du caractère risqué inhérent à l'activité bancaire qui aboutit à des notions de résultat économique et de coût du capital différentes des entreprises industrielles et commerciales;
- D'autre part, la comptabilité bancaire n'obéit pas aux règles de la comptabilité générale. Des corrections spécifiques sont donc nécessaires.

Après avoir exposé le contenu de cette méthode et son application aux banques, il est maintenant possible, dans le cadre d'une analyse interne, d'identifier les déterminants de la valeur.

## **2- Traduction de la méthode EVA dans la gestion interne de la banque**

L'EVA est à la fois une méthode d'analyse de performance externe mais, surtout, une méthode d'analyse interne des performances. Il s'agit avant tout d'une méthode d'assistance destinée aux dirigeants pour sélectionner les projets d'investissements les plus créateurs de valeur, et qui mécaniquement - à condition que la méthode soit correctement utilisée - sera profitable aux actionnaires.

Pour qu'il y ait création de valeur, la formule de l'EVA indique très simplement qu'il faut maximiser le résultat économique et diminuer le coût du capital.

### ***(a) Augmentation du résultat économique d'une banque***

Le résultat économique d'une banque est déterminé à partir du résultat net comptable, sur lequel sont effectués plusieurs retraitements. Or le résultat net comptable est lui-même déterminé en grande partie par le produit net bancaire (PNB).

Ainsi, l'amélioration du résultat économique d'une banque passera par un accroissement du produit net bancaire (PNB) et une diminution des charges d'exploitation. Le problème des charges d'exploitation faisant l'objet de développements ultérieurs.

Cette hausse du PNB se fera par une amélioration du taux de la valeur ajoutée par rapport aux fonds propres consommés, ce qui se traduira, notamment, par une part croissante des commissions dans le PNB.

## La nécessité d'améliorer le taux de valeur ajoutée par rapport aux fonds propres consommés par une bonne allocation des fonds propres

Le taux de valeur ajoutée par rapport aux fonds propres consommés peut se calculer de différentes manières :

- Soit par le ratio PNB / engagements pondérés. Une telle approche prudentielle, en dépit de sa qualification, apparaît aujourd'hui comme insuffisante pour assurer une couverture satisfaisante des risques, en particulier parce que les ratios réglementaires ne couvrent pas tous les risques bancaires .
- Soit par un ratio économique de type RAROC (Risk Adjusted Return on Capital) qui pallie les risques d'insuffisances de la méthode prudentielle.

C'est la raison pour laquelle le ratio économique apparaît préférable pour déterminer le taux de valeur ajoutée par rapport aux fonds propres consommés, dans la mesure où les fonds propres consommés seront ici des fonds propres économiques, eux-mêmes calculés d'après une valeur en risque. Les fonds propres économiques seront donc les fonds propres que la banque doit réellement mobiliser pour être capable de couvrir des pertes exceptionnelles, en s'appuyant sur des données statistiques. Il sera souhaitable de provisionner ce risque statistique par un prélèvement (et donc une correction) de la marge brute. Ainsi, l'approche RAROC permet de définir un taux de rentabilité par opération :

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Marge brute} - \text{prime de risque}}{\text{moyen Fonds propres économiques}}$$

tc =

$\frac{K_t}{$

Le taux de valeur ajoutée par rapport aux fonds propres consommés (dans le cas de l'application du RAROC, les fonds propres économiques) augmentera si la marge globale (marge brute - prime de risque) ou le PNB augmente de manière plus importante que le surcroît de fonds propres consommés.

$(K +$

$D)$

Concrètement, un des moyens d'améliorer ce taux est le recours des banques aux activités génératrices de commissions.

### **Application concrète : l'augmentation de la part des commissions dans la formation du résultat économique**

Parmi les opérations contribuant à la formation du PNB, il est possible d'isoler deux grands types :

- **les opérations d'intermédiation**
- **les opérations donnant naissance à des commissions**

En analysant ces deux catégories d'opérations, il sera possible de savoir sur quel(s) type(s) d'opérations les banques doivent porter leurs efforts.

Concernant les opérations d'intermédiation, leur résultat et leur contribution à la création de valeur sera fonction de la marge entre les produits et charges d'intérêts. Or le banquier ne semble pas pouvoir maîtriser cette marge en raison de la vive concurrence.

Il est possible de déterminer un taux minimum pour lequel il y aura création de valeur. En effet, pour qu'une opération d'intermédiation soit rentable, il est nécessaire que le rendement, net d'impôts, des actifs à risque excède le coût des ressources empruntées au taux du marché interbancaire et des ressources propres pour lesquelles les actionnaires attendent une rémunération suffisante. La marge rendement des actifs - rendement des ressources empruntées doit assurer, aux conditions attendues par les actionnaires, la rentabilité des fonds propres imposée par l'inégalité suivante :

$$r \geq (1 - k) r_f + k p_f$$

ce qui donne après impôt :

$$[r - (1 - k)rf] (1 - t) \geq kpf$$

$$\boxed{r - rf \geq k \cdot [(pf / (1 - t)) - rf]}$$

avec

**r** : rendement des actifs à risques

**rf** : taux du marché interbancaire

**k** : ratio de solvabilité soit 4%

**pf** : rendement des fonds propres attendu par les actionnaires (le coût des fonds propres)

**t** : taux de l'impôt sur les sociétés

Or, si  $pf = 15\%$ ,  $t = 33\%$  et  $rf = 3\%$  (qui correspond à peu près à l'Euribor 3 mois), on doit avoir une marge d'intermédiation ( $r - rf$ ) minimum, pour une opération de crédit pondérée à 100% selon les règles prudentielles, de :

$$r - rf = 4\% * 1 * [(15\% / 66,67\%) - 3\%] = 0,78\%$$

Cet exemple montre que l'application d'une telle marge à un grand groupe ne sera pas praticable pour une opération de crédit. Et encore, il n'a pas été pris en compte la rémunération du risque et le coût de gestion.

C'est la raison pour laquelle, les banques ont tendance à privilégier la seconde composante du produit net bancaire qui sont les commissions. Le recours aux commissions présente en outre l'avantage d'être moins sensibles aux variations de taux.

Il conviendra donc de développer les services tels que le conseil ou l'ingénierie financière. La création de valeur passe également par la diminution du coût du capital investi.

### **(b) La diminution du coût du capital investi**

Il a été dit qu'en matière bancaire, le coût du capital investi est celui des fonds propres. Or, ce coût des fonds propres est élevé. Il serait donc tentant pour les banques d'avoir un niveau minimum de fonds propres en satisfaisant les minima prudentiels.

Cependant, en pratique, une telle démarche serait pénalisante pour une banque car bien que la norme réglementaire pour un ratio Tier 1 soit de 4%, les agences de notation portent cette exigence à un niveau minimum de 6%. Ce ratio est d'ailleurs devenu la norme internationale pour accéder au marché financier à un coût acceptable.

Les banques se trouvent donc face à deux exigences contradictoires pour évaluer le niveau des fonds propres optimum :

- d'une part, elles doivent faire preuve de solidité financière en ayant un niveau de fonds propres élevé et allant bien au-delà de la contrainte prudentielle, afin que la notation soit suffisamment bonne pour favoriser un accès au marché financier dans les meilleures conditions, et de pouvoir améliorer ainsi leurs marges d'intermédiation ou d'avoir des tarifs plus compétitifs par rapport à leurs concurrents
- d'autre part, l'objectif de rentabilité des fonds propres investis conduit, au contraire à ce que les banques aient un niveau minimal de fonds propres pour augmenter la rentabilité de leurs activités en diminuant le coût total de leur capital. En outre des fonds propres surdimensionnés sont la preuve que le capital n'est pas utilisé de manière optimale.

Il semblerait qu'aujourd'hui, dès lors que le ratio Tier 1 est aux alentours de 6%, il ne soit plus nécessaire à l'établissement d'augmenter son niveau de fonds propres. Si ce ratio est nettement supérieur à 6%, la banque aura au contraire intérêt à diminuer le montant de ses fonds propres.

En conclusion, la méthode EVA, en tenant compte des notions de résultat économique et du coût du capital permet aux directions des banques de se servir de cet instrument comme un système de pilotage de gestion.

La recherche de la rentabilité économique qu'impose l'EVA incitera les banques à élaborer et appliquer des méthodes performantes de tarification des produits et services, à instaurer une bonne gestion des risques, améliorant ainsi leur assise financière.

Il reste à savoir si l' EVA, en tant que méthode de mesure externe de la création (ou destruction) de valeur, est un instrument fiable .

### **III- Utilisation de la méthode EVA pour l'évaluation boursière**

L'EVA, en tant que méthode de mesure périodique de création de valeur (ou destruction de valeur), peut, être utilisée également comme méthode d'évaluation de création actionnariale de valeur. L'objet de cette partie est donc d'apprécier la fiabilité de cette méthode en tant que mode d'évaluation de création actionnariale de valeur pour les banques en adoptant une démarche rétrospective.

## **1- Lien théorique entre l'EVA et (MVA) Market Value Added**

### ***(a)La valeur de marché d'une banque***

Il est bien évident qu'une entreprise cotée qui crée de la valeur va logiquement voir sa capitalisation boursière augmenter grâce à l'augmentation du cours de bourse des actions qui la représente. Donc, bien entendu, à partir de la méthode EVA, il sera possible d'établir un lien entre la création de valeur économique d'une banque et sa capitalisation boursière.

La MVA, qui pourrait se traduire par la création de valeur de marché, permet d'établir le lien direct entre les montants d'EVA et la capitalisation boursière de toute entreprise.

La MVA mesure la différence absolue qui existe entre la valeur de marché d'une entreprise, c'est-à-dire sa capitalisation boursière, et le capital qui lui a été apporté ou confié par ses actionnaires pour une période donnée.

A la différence d'un ratio, la MVA est une mesure cumulative des performances boursières d'une entreprise. Ainsi entendu, la MVA est donc définie par la formule suivante

$$\text{MVA} = \text{valeur de marché} - \text{capital apporté par les actionnaires} \quad (1)$$

Mais la MVA peut également être établie à partir des montants d'EVA. Les prévisions d'EVA sont actualisées au taux du coût de capital, et vont être comptabilisées pour déterminer la valeur de marché que l'entreprise a créée ou détruite avec le capital employé. La MVA pourra donc être également déterminée de la manière suivante :

$$\text{MVA} = \text{valeur actuelle de la somme des EVA futures} \quad (2)$$

### *(b)Capitalisation théorique versus capitalisation historique :*

A partir des formules (1) et (2) définissant l'EVA, on obtient :

*Valeur actuelle de la somme des EVA futures =*

**Valeur de marché - Capital apporté par les actionnaires**

Donc

$$\text{Valeur de marché} = \text{capital apporté par les actionnaires} + \text{valeur actuelle de la somme des EVA futures.} \quad (3)$$

Il est dès lors possible à partir de la formule (3) de déterminer une valeur de marché théorique des banques.

C'est sur cette formule que reposera toute la base de la présente étude.

Cependant, comme il est impossible de remonter indéfiniment le temps, on considérera que la somme des EVA pour l'exercice 1993 est égale à la MVA réelle (Avec  $MVA = \text{valeur de marché} - \text{capital apporté}$ ).

Ainsi, ce n'est qu'à partir de l'exercice 1994 que l'on va mesurer les écarts entre la capitalisation théorique telle qu'elle résulte de l'application de la méthode EVA et la valeur réelle de marché des différentes banques étudiées.

Il est donc possible d'établir le tableau suivant pour confronter les données historiques et les données réelles :

avec

**K** : capital apporté

**v.m.th.** : valeur de marché théorique

**v.m** : valeur de marché réelle

**l'erreur** mesure la différence relative entre la capitalisation théorique par rapport à la capitalisation réelle

(en MF)

Exercice (n)	K (1)	EVA (2)	MVA (3) (3)(n) = (2)(n) + (3)(n-1) sauf pour 93 ou on a (3) = (4) - (1)	v.m.th (4) (4) = (1) + (3)	v.m. (5)	erreur % (6) (6) = ((4) - (5)) / (5)*100
1993	11247.9	139.3	7190.1	<b>18438</b>	<b>18438</b>	<b>0</b>
1994	14120.8	-455.1	6735	<b>20855.8</b>	<b>20495.7</b>	<b>1.76</b>
1995	15379.7	-905.8	5829.2	<b>21208.9</b>	<b>17400</b>	<b>21.89</b>
1996	16540.4	-94.6	5734.6	<b>22275</b>	<b>17200</b>	<b>29.51</b>
1997	18194.8	309.4	6044	<b>24238.8</b>	<b>30000</b>	<b>- 19.20</b>
1998	19604	2411.7	8455.7	<b>28059.7</b>	<b>37940</b>	<b>- 26.04</b>

A partir des résultats obtenus, plusieurs constats immédiats communs aux différentes banques étudiées s'imposent :

- 1) en l'espace d'un seul exercice, il est rare que la méthode EVA permettent de déterminer un cours de bourse avec une marge d'erreur acceptable ( - de 5%);

2) au regard du résultat final de 1998, la méthode EVA semble montrer ses limites en tant qu'instrument de prédiction de mesure de création actionnariale de valeur même sur une période de temps relativement longue (6 exercices), donc significative en principe, puisque son application aboutit à une sous-évaluation conséquente des valeurs bancaires (entre - 18 et - 27 %);

3) l'année 1997 semble être une année charnière pour les banques par rapport à leur appréciation par le marché :

- avant 1997, la méthode EVA aboutissait à une surévaluation des valeurs bancaires,
- après 1997, c'est le phénomène inverse qui se produit.

## **2 - Limites de la méthode EVA**

Le résultat économique, comme le résultat comptable d'ailleurs, ne fait que retracer les performances économiques d'une entreprise sur une période donnée, indépendamment du contexte dans lequel cet entreprise évolue. L'établissement du résultat économique relève donc d'une approche rétrospective.

Le marché boursier, lui, tient compte à la fois :

- **des performances économiques aussi bien sur la période considérée mais également et surtout sur les périodes à venir.**
- **de la conjoncture dans laquelle se situe l'entreprise.**

Malgré ces faiblesses réelles, et tout à fait significatives dans une optique boursière, on peut cependant remettre en cause le bien-fondé économique de l'évolution des cours des valeurs bancaires dans la mesure où des considérations spéculatives ont influé les cours

## **Conclusion**

Les intérêts de l'EVA sont nombreux :

Tout d'abord, la méthode EVA est la seule méthode connue s'attachant à mesurer la création de valeur sur une période donnée. Certes il existe de nombreuses méthodes d'évaluation qui permettent de mesurer ou prévoir la création ou destruction de valeur entre deux dates données. Mais pour cela, il sera nécessaire de procéder à deux évaluations successives et d'établir la différence entre ces deux évaluations pour déterminer s'il y a eu création de valeur alors que l'EVA donnera un résultat en une seule mesure.

Le second avantage de l'EVA est d'être à la fois une méthode de gestion et d'analyse financière. Il est vrai qu'il s'agit de manière prédominante d'une méthode de gestion plus que d'analyse dans la mesure où elle nécessite des renseignements précis sur la banque considérée.

Le troisième avantage de l'EVA est de faire prendre conscience que le coût du capital ne se limite pas au coût de la dette, mais que les fonds propres ont un prix. Ce phénomène est d'autant plus vrai aujourd'hui dans la mesure où on peut considérer que la course à la rentabilité pour séduire les investisseurs ne se limite pas à un cadre intra sectoriel mais à un cadre intersectoriel. Si un investisseur n'est pas satisfait de la rentabilité offerte par les valeurs bancaires, il pourra placer son argent dans des entreprises dont l'activité est totalement différente.

Le quatrième avantage de l'EVA est de prendre en compte toute la création de richesse récurrente sous toute ses formes et qui n'apparaît pas forcément dans les états financiers, comme les résultats latents par exemple.

Cependant, l'EVA , en tant que pure approche économique, montre des limites à un double point de vue :

D'une part, l'exactitude de ses mesures, particulièrement pour le secteur bancaire, sera étroitement corrélée à la détermination précise du coût des fonds propres, c'est-à-dire de l'exigence de rentabilité des actionnaires. Or, il a été vu qu'une telle exigence semble pouvoir n'être appréhendée que sur des données empiriques reposant sur un consensus des investisseurs, les modèles du type MEDAF montrant vite leur limite en cas de forte fluctuation du marché boursier.

D'autre part, pour les investisseurs, l'EVA ne peut pas prendre en compte le caractère spéculatif d'une valeur.

## Bibliographie

Mémoire de DESS en Banque et Finance, Ludovic Vauthier,  
"**Création de la valeur dans la banque**", faculté de droit  
, UNIVERSITE RENE DESCARTES (PARIS V), 1999.

## Webographie

[http://web.upmf-grenoble.fr/regulation/Annee\\_regulation/AR4-2000-04LORDON.pdf](http://web.upmf-grenoble.fr/regulation/Annee_regulation/AR4-2000-04LORDON.pdf)

<http://edoc.bib.ucl.ac.be:83/archive/00000246/01/WP32Cobbautvalact.pdf>

<http://www.lexpansion.com/art/6.0.121035.0.html>

[http://www.lesechos.fr/formations/finance/articles/article\\_5\\_4.htm](http://www.lesechos.fr/formations/finance/articles/article_5_4.htm)